

原相(3227)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇鵬翎 Chelsey Su
chelsey@masterlink.com.tw

評等

日期:	2025/2/14
目前收盤價 (NT\$):	254.0
目標價 (NT\$):	300
52 週最高最低(NT\$):	141-275.5
加權指數:	23399.41

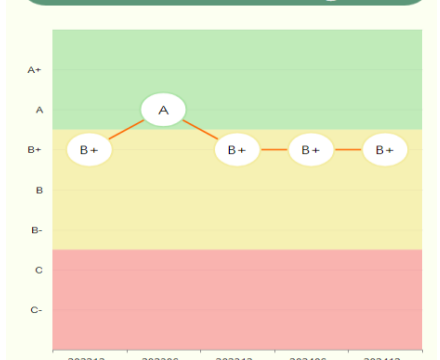
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,492
市值 (NT\$/mn):	37,900
市值 (US\$/mn):	1,263
20 日平均成交量(仟股):	2,897
PER (2025):	15.74
PBR (2025):	2.84
外資持股比率:	29.91
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	13.1	12.4	39.6
加權指數報酬率	4.1	2.4	7.4

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	300	300
營業收入 (NT\$/mn)	9,900	9,350
毛利率 (%)	63.00	62.70
營益率 (%)	25.07	25.10
EPS (NT\$)	16.14	15.13
BVPS(NT\$)	89.3	88.3

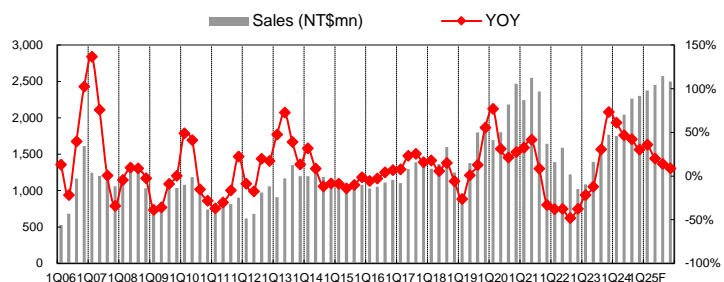
近五期ESG Rating



電競產業、新版遊戲機、邊緣 AI 皆是助力

- 投資評等為買進，目標價 300 元：1) 電競滑鼠長期受惠電競產業成長，市調機構預估 2024~2029 年 eSports 市場 CAGR 20%；2) 任天堂預計 4/2 舉行 Switch 2 專屬的 Nintendo Direct 發表會，市場預估銷量將提升至 1500~2000 萬台；3) 安防、OTS、RF/BT 等其他產品線不乏機器人、車用、無人機、Smart Ring 等熱門商品與題材。
- 4Q24 營收優於公司指引，2024 年營收、毛利率、營業利益率大增：4Q24 營收 23 億元，QOQ+2%、YOY+30%，優於公司指引。毛利率季增 0.8 個百分點為 63.5%，營業利益率季減 1.7 個百分點為 22.3%，符合公司指引。2024 年營收 83 億元，YOY+43%。毛利率因產品組合提升 4.4 個百分點為 62%，營業利益率提升 8.9 個百分點為 21%。稅後淨利 18 億元，YOY+127%，EPS 12.52 元。
- 3Q24 營收指引為成長，毛利率指引降，營業利益率仍維持高檔：1Q25 營收指引為持平。滑鼠產品線維持穩定，電競比重略降；遊戲機季增，任天堂預計 4/2 舉行 Switch 2 專屬的 Nintendo Direct 發表會；安防、OTS、RF/BT 等產品線各有增減。產品組合略降、NRE 收入減少，毛利率指引為 62%~63%；營業費用降，營業利益率持平為目標。
- 2025 年展望：PC 需求成長、e-sports 產業蓬勃皆有助滑鼠營收持續成長，遊戲機則為市場期待度最高的產品線，安防、OTS、RF/BT 等其他產品線不乏機器人、車用、無人機、Smart Ring 等熱門商品與題材。預估 2025 年 EPS 16.14 元。

Exhibit 1: 營收及 YOY



Source: Masterlink

Exhibit 2: ESG Rating

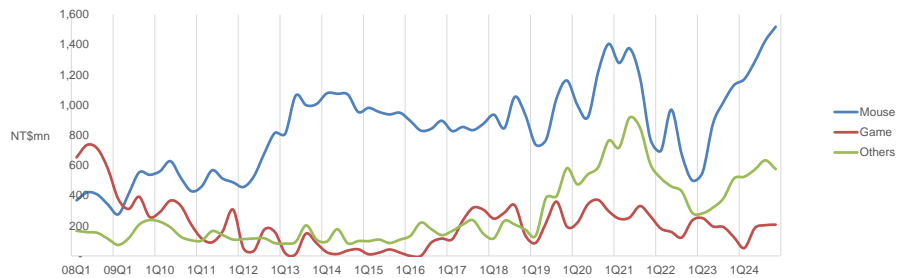


Source: TEJ

原相核心產品為 CMOS 影像感測 IC，應用領域遍及 PC、遊戲機、安防、車用、醫療等

原相主要產品線為 CMOS 影像感測器及影像應用 IC，應用產品包括光學滑鼠、遊戲機、玩具、PC/NB Camera、視訊會議系統、保全監視系統、行車紀錄器、倒車影像、手機、健康照護等應用。合併 Avago 光學滑鼠事業之後，全球市佔率快速提升至 80% 以上，產品線由中低階的有線及無線滑鼠延伸至高階的遊戲與玻璃導航滑鼠(TOG)。

Exhibit 3: 三大產品線營收表現

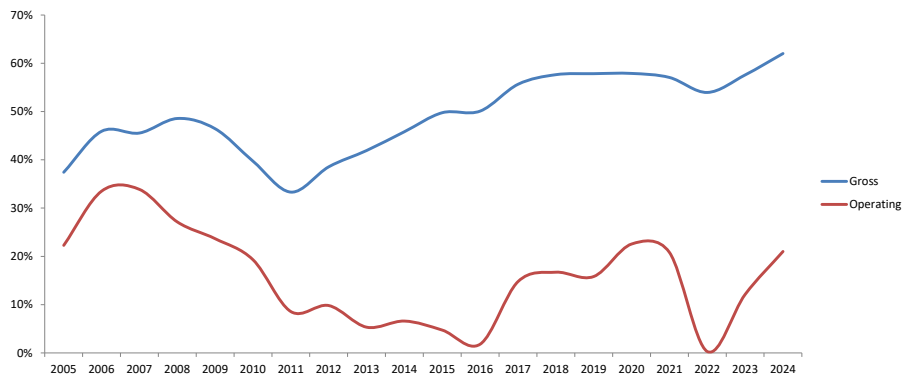


Sources: Company, MasterLink

任天堂劃時代遊戲機 Wii 造就原相第一個巔峰

2006 年任天堂推出劃時代之 Wii 遊戲機，造就原相營收與獲利分別於 2008 年與 2007 年達第一個巔峰(營收單季高峰落於 4Q16，股價巔峰落於 2007 年初)。2012 年下半年與 Avago 達成專利與技術授權合作，取得高階市場，光學滑鼠業績倍增，產品組合快速提升，毛利率由 2010 年谷底的 33% 逐年提升至 50% 之上。

Exhibit 4: 毛利率與營業利率表現

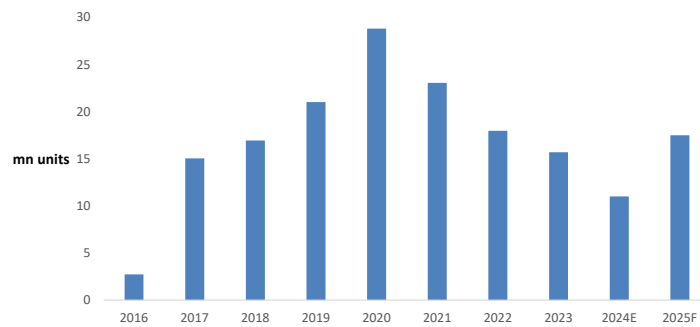


Source: Masterlink

市場高度期待 SWITCH 遊戲機改款

2017 年任天堂再度推出熱銷遊戲機 SWITCH，支付 Avago 權利金結束，營收與毛利率續創歷史新高。2019 年 TWS 加入量產，安防、OTS 及新產品持續放大，2017~2021 年營收連續創歷史新高，且營業利率隨著營運規模提升快速提升至 20% 以上。因白牌 TWS 競爭加劇，已於 2022 年三月處分原睿。任天堂預計 4/2 舉行 Switch 2 專屬的 Nintendo Direct 發表會，市場預估銷量將提升至 1500~2000 萬台。

Exhibit 5: 任天堂 SWITCH 遊戲主機銷量變化與預估



Source: MasterLink

電競滑鼠與電玩遙控器為原相強項

隨著電玩遊戲變得越來越複雜，一些頂級的遊戲搖控器製造商開始將觸控板與其旗艦機種結合，以提供玩家更便利的操控選項。原相的 CFN 電容式指尖導航 (Capacitive Finger Navigation) 或 OFN 光學式指尖導航 (Optical Finger Navigation) 技術均配備了進階的演算法，能在提高性能之餘，避免來自環境或人為的干擾，讓終極的遊戲體驗得以透過優雅的遙控外觀與便捷的開發來實現。

PPG、ECG 等多種感測器已廣泛應用於各式穿戴裝置

原相的 PPG 光體積變化描記圖法 (Photoplethysmography) 感測器採用強大的心率感測技術，讓使用者可透過電子載體或穿戴式設備，如耳塞、臂環、智能服裝、智能手錶、健康手環和智慧 PPG 手環來進行個人健康管理。ECG (Electrocardiography) 心電感測器採用高靈敏度的心電感測技術，可讓使用者透過任何設備和穿戴裝置，如智能手錶、健康手環或健康檢測戒指，測量和記錄心臟電氣活動，藉由偵測心臟電性傳導活動的異常，掌握心血管健康狀態和分辨不同的心臟疾病。

OTS 除了穿戴裝置外，再推廣至商業用途，包括熱門的機器人

光學追蹤感測 Optical Tracking Sensor (OTS) 技術已衍生出各式各樣的應用，除了廣泛運用在智能手錶和穿戴式裝置上的旋鈕軸心轉動偵測讓使用者進行各種個人化設定外，亦延伸至商業用途，如縫紉機、自動紉縫、脫毛器、皮膚護理儀等美容及個人電子產品、掃地機器人、服務型機器人、無人搬運車和其他自動移動設備。

安防產品線應用多元，包括可視門鈴、機器人遠端聲控等

CCTV 監控攝影機 (close-circuit television) 具有易於安裝和價格相對便宜的特性，是迄今最常見的安防設備，最適合使用於單點監控。物聯網應用，包括智能可視門鈴、機器人的遠端聲控等。消費型產品主打運動相機，亦有實驗室器材等利基市場應用。

車用感測器已應用於停車輔助系統及車用資訊娛樂系統

原相的 PrimeSensor 高品質影像感測器能提供停車輔助系統所需的影像感測功能。提供符合 AEC-Q100 車規的各種手勢控制產品。OFN 光學手指導航 (Optical Finger Navigation) 感測器支援 2、4、8 個到多個方向的控制。可用應於車用的相關產品包括 CIS、OFN、Gesture 等。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F		Year-end Dec. 31	FY20	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	5,226	5,845	8,362	9,900		Cash	3,863	4,040	4,898	7,479	
COGS	2,406	2,478	3,175	3,663		Marketable securities	651	837	837	837	
Gross profit	2,820	3,366	5,187	6,237		A/R & N/R	619	966	1,092	1,293	
Operating expense	2,815	2,663	3,459	3,754		Inventory	988	680	951	1,097	
Operating profit	14	708	1,758	2,482		Others	103	179	179	179	
Total non-operate. Inc.	1,080	177	289	250		Total current asset	6,224	6,703	7,958	10,885	
Pre-tax profit	1,095	885	2,047	2,732		Long-term invest.	2,334	2,513	2,513	2,513	
Total Net profit	1,038	799	1,794	2,404		Total fixed assets	806	761	808	854	
Minority	-13	0	-22	0		Total other assets	565	589	589	589	
Net Profit	1,051	799	1,815	2,404		Total assets	11,284	12,176	14,240	14,842	
EPS (NT\$)	7.41	5.56	12.52	16.14							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F		Short-term Borrow	0	0	0	0	
Sales	(40.6)	11.8	43.1	18.4		A/P & N/P	236	446	444	512	
Gross profit	(43.8)	19.4	54.1	20.2		Other current liab.	1,388	1,349	1,952	734	
Operating profit	(99.2)	4,821.5	148.1	41.2		Total current liab.	1,624	1,794	2,396	1,246	
Pre-tax profit	(43.2)	(19.1)	131.2	33.5		L-T borrow s	0	0	0	0	
Net profit	(33.3)	(23.9)	127.1	32.4		Other L-T liab.	335	277	277	277	
EPS	(34.7)	(25.0)	125.2	28.9		Total liability.	2,151	2,273	2,682	1,532	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F							
Gross	54.0	57.6	62.0	63.0		Common stocks	1,462	1,461	1,450	1,490	
Operating	0.3	12.1	21.0	25.1		Reserves	0	0	0	0	
EBITDA	27.3	18.7	26.7	29.5		Retain earnings	5,066	5,661	10,109	11,820	
Pre-tax	20.9	15.1	24.5	27.6		Total Equity	9,133	9,903	11,559	13,310	
Net	20.1	13.7	21.7	24.3		Total Liab. & Equity	11,284	12,176	14,240	14,842	

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Year-end Dec. 31	FY20	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	2,375	2,450	2,575	2,500	Net income	1,051	799	1,815	2,404	
Gross profit	1,496	1,544	1,622	1,575	Dep & Amort	412	332	340	346	
Operating profit	528	600	690	665	Investment income	92	89	0	0	
Total non-ope inc.	40	70	70	70	Changes in W/C	95	164	-399	-279	
Pre-tax profit	568	670	760	735	Other adjustment	-669	-94	808	808	
Net profit	500	589	669	647	Cash flow – ope.	980	1,291	2,565	3,280	
EPS	3.35	3.95	4.49	4.34	Capex	-115	-46	-46	-46	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Change in L-T inv.	586	0	0	0	
Net sales	35.7	19.8	13.7	8.6	Other adjustment	-419	-149	0	0	
Gross profit	49.4	18.6	14.2	7.7	Cash flow – inv.	52	-195	-46	-46	
Operating profit	127.9	28.2	26.7	29.3	Free cash flow	865	1,244	2,519	3,233	
Net profit	71.6	21.0	39.6	15.9	Inc. (Dec.) debt	-158	0	0	0	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Cash dividend	-1,314	-877	-657	-653	
Net sales	3.1	3.2	5.1	(2.9)	Other adjustment	30	-31	0	0	
Gross profit	2.3	3.2	5.1	(2.9)	Cash flow – Fin.	-1,442	-908	-657	-653	
Operating profit	2.6	13.6	15.1	(3.6)	Exchange influence	53	-11	0	0	
Net profit	(10.5)	17.9	13.5	(3.3)	Change in Cash	1	1	603	2,581	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	Ratio Analysis					
Gross	63.0	63.0	63.0	63.0	Year-end Dec. 31	FY20	FY23	FY24E	FY25F	
Operating	22.2	24.5	26.8	26.6	ROA	8.47	6.82	13.74	16.53	
Net	21.0	24.0	26.0	25.9	ROE	10.87	8.40	16.92	19.33	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.