

采鈺 (6789 TT) VisEra

營運曙光尚未到來

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$271.0

收盤價 (2025/02/20) : NT\$312.0
隱含漲幅 : -13.1%

營收組成 (4Q24)

Image sensor 71%、Micro optical element 27%、Others 2%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	271	315
2025年營收 (NT\$/十億)	10.1	11.4
2025年EPS	6.5	7.9

交易資料表

市值	NT\$98,970百萬元
外資持股比率	8.5%
董監持股比率	67.3%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$61.45
負債比	27.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	7,237	10,002	10,085	12,742
營業利益	278	2,007	2,335	3,288
稅後純益	356	1,739	2,055	2,855
EPS (元)	1.23	5.49	6.48	9.00
EPS YoY (%)	-79.7	347.5	18.1	38.9
本益比 (倍)	254.5	56.9	48.1	34.7
股價淨值比 (倍)	5.9	5.5	5.1	4.6
ROE (%)	2.1	9.6	10.6	13.2
現金殖利率 (%)	0.3%	1.0%	1.1%	1.6%
現金股利 (元)	1.00	3.00	3.54	4.92

張智彥

Jorge.Chang@Yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 公司預期 1Q25 營收將季減雙位數，低於本中心與市場預期之季減高個位數。
- ◆ ALS 客戶市佔率流失，CIS 仍為 2025 年主要成長動能；Meta Surface 預計於 2025 年開始小量生產。
- ◆ 靜待 1H25 過渡期結束，維持中立評等，目標價 271 元係基於 35 倍本益比、2025-26 年平均預估 EPS 7.74 元推得。

4Q24 獲利優於本中心/市場預期 4.0%/28.3%

受惠手機 CIS 需求增溫及安防 CIS 需求復甦，4Q24 營收僅季減 2.3%，優於過往季節性表現，且優於本中心/市場預期 5.4%/4.1%；毛利率季減 2.2 個百分點至 33.9%，大致符合本中心預期然優於市場預期 1.4 個百分點，係因產品組合改變；EPS 季減 3.3%至 1.76 元，優於本中心/市場預期 4.0%/28.3%。

ALS 客戶市佔率流失，1Q25 營收財測低於本中心與市場預期

儘管 CIS 需求持穩，因工作天數減少、傳統淡季效應加上 ALS 客戶市佔率流失影響，公司預期 1Q25 營收將季減雙位數，營收財測低於本中心與市場預期之季減高個位數，毛利率將因淡季和產品組合轉差而呈現季減。本中心預估 1Q25 營收將季減 18.4%至 21.9 億元，毛利率將季減 1.7 個百分點至 32.2%，EPS 預估將季減 32.6%至 1.18 元。

CIS 業務仍為 2025 年主要成長動能

展望 2025 年，公司預期 CIS 業務表現將優於 MOE，係因 1) 需求溫和成長使 CIS 產能利用率維持高檔，2) 產品組合隨著規格升級而改善。采鈺年產能將維持在 270 萬片約當 8 吋晶圓；資本支出方面，考量 Meta Surface 或奈米製程結構等下一代技術之相關研發需求，2025 年資本支出將年增 112%至 0.8 億美元 (中值)，2025 年折舊費用將持續年減個位數。

靜待 1H25 過渡期結束，維持中立評等

公司出乎意料地終於表示 2025 年目標 Meta Surface 相關方案將開始小量生產，本中心重申先前觀點，即該方案首先將應用於平板產品，接著為智慧型手機及 AR 產品。鑒於 MOE 業務展望不如預期，本中心分別下修 2025/2026 年 EPS 17.9%/6.5%。目標價 271 元係基於 35 倍本益比、2025-2026 年平均預估 EPS 推得。

營運分析

4Q24 獲利優於本中心/市場預期 4.0%/28.3%

受惠手機 CIS 需求增溫及安防 CIS 需求復甦，4Q24 營收僅季減 2.3%，優於過往季節性表現，且優於本中心/市場預期 5.4%/4.1%；毛利率季減 2.2 個百分點至 33.9%，大致符合本中心預期然優於市場預期 1.4 個百分點，係因產品組合改變；EPS 季減 3.3%至 1.76 元，優於本中心/市場預期 4.0%/28.3%。

圖 1：2024 年第 4 季財報與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大	市場	元大	市場
營業收入	1,880	2,751	2,689	-2.3%	43.0%	2,550	2,582	5.4%	4.1%
營業毛利	217	993	910	-8.3%	318.5%	877	839	3.8%	8.5%
營業利益	-3	694	630	-9.3%	-	623	597	1.1%	5.5%
稅前利益	4	706	658	-6.8%	16676.4%	656	656	0.3%	0.3%
稅後淨利	32	576	557	-3.3%	1626.1%	536	434	4.0%	28.4%
調整後 EPS (元)	0.10	1.82	1.76	-3.3%	1620.9%	1.69	1.37	4.0%	28.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	11.6%	36.1%	33.9%	-2.2	22.3	34.4%	32.5%	-0.5	1.4
營業利益率	-0.2%	25.2%	23.4%	-1.8	23.6	24.4%	23.1%	-1.0	0.3
稅後純益率	1.7%	20.9%	20.7%	-0.2	19.0	21.0%	16.8%	-0.3	3.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估

ALS 客戶市佔率流失，1Q25 營收財測低於本中心與市場預期

儘管 CIS 需求持穩，因工作天數減少、傳統淡季效應加上 ALS 客戶市佔率流失影響，公司預期 1Q25 營收將季減雙位數，營收財測低於本中心與市場預期之季減高個位數，毛利率將因淡季和產品組合轉差而呈現季減。本中心預估 1Q25 營收將季減 18.4%至 21.9 億元，毛利率則將季減 1.7 個百分點至 32.2%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,109	2,689	2,194	-18.4%	4.0%	2,444	2,444	-10.2%	-10.2%
營業毛利	418	910	707	-22.4%	68.8%	799	772	-11.6%	-8.5%
營業利益	204	630	420	-33.3%	106.2%	549	549	-23.5%	-23.6%
稅前利益	218	658	447	-32.0%	105.1%	581	581	-23.0%	-23.0%
稅後淨利	182	557	376	-32.6%	106.5%	475	399	-20.8%	-5.8%
調整後 EPS (元)	0.57	1.76	1.18	-32.6%	106.3%	1.50	1.26	-20.8%	-6.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	19.8%	33.9%	32.2%	-1.7	12.4	32.7%	31.6%	-0.5	0.6
營業利益率	9.7%	23.4%	19.1%	-4.3	9.5	22.4%	22.5%	-3.3	-3.3
稅後純益率	8.6%	20.7%	17.1%	-3.6	8.5	19.4%	16.3%	-2.3	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

靜待下一個長期趨勢

展望 2025 年，CIS 規格升級與中國的智慧型手機零件本土化生產趨勢將持續，本中心認為采鈺是此趨勢的主要受益者，即使韋爾半導體已涉足彩色濾光膜與微透鏡事業，但據本中心了解，該公司將專注低階機型，預期影響有限。

MOE 將如共同封裝光學(CPO)的超透鏡或波導一樣，成為采鈺的下一個成長動能。針對超透鏡，本中心重申先前的觀點，認為蘋果將於 2025 年首先將超透鏡導入 Macbook 與 iPad，因此其營收貢獻仍然很低。至於波導，采鈺計畫在 2025 年完成原型開發，並於 2026 年完成相關平台。因此，本中心認為 CPO 尚無法帶來營收貢獻。

圖 3：2024-26 年財務預估與市場估值比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		與市場估值差異		
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025	2026
營業收入	10,002	9,572	10,085	10,790	12,742	12,316	4.5%	-6.5%	3.5%
營業毛利	3,049	2,878	3,483	3,803	4,611	4,453	5.9%	-8.4%	3.6%
營業利益	2,007	1,892	2,335	2,735	3,288	3,247	6.1%	-14.6%	1.3%
稅前利益	2,074	1,951	2,446	2,820	3,399	3,332	6.3%	-13.3%	2.0%
稅後淨利	1,739	1,615	2,055	2,281	2,855	2,696	7.7%	-9.9%	5.9%
調整後 EPS (元)	5.49	5.11	6.48	7.21	9.00	8.52	7.5%	-10.1%	5.8%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	30.5%	30.1%	34.5%	35.2%	36.2%	36.2%	0.4	-0.7	0.0
營業利益率	20.1%	19.8%	23.2%	25.3%	25.8%	26.4%	0.3	-2.2	-0.6
稅後純益率	17.4%	16.9%	20.4%	21.1%	22.4%	21.9%	0.5	-0.8	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 4：2024-26 年獲利預估調整

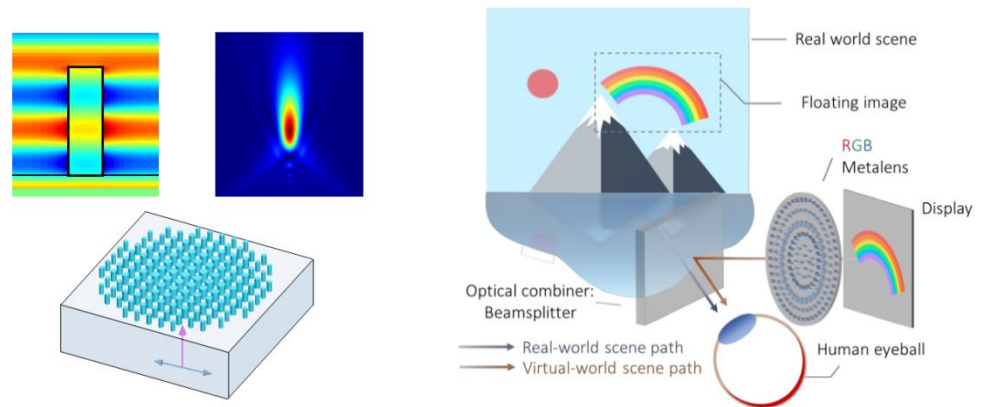
(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		調整前後差異		
	調整後	調整前	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025	2026
營業收入	10,002	9,864	10,085	11,393	12,742	13,368	1.4%	-11.5%	-4.7%
營業毛利	3,049	3,015	3,483	4,057	4,611	4,908	1.1%	-14.1%	-6.0%
營業利益	2,007	2,001	2,335	2,934	3,288	3,611	0.3%	-20.4%	-8.9%
稅前利益	2,074	2,072	2,446	3,064	3,399	3,740	0.1%	-20.2%	-9.1%
稅後淨利	1,739	1,717	2,055	2,502	2,855	3,054	1.3%	-17.9%	-6.5%
調整後 EPS (元)	5.49	5.42	6.48	7.89	9.00	9.63	1.3%	-17.9%	-6.5%
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	30.5%	30.6%	34.5%	35.6%	36.2%	36.7%	-0.1	-1.1	-0.5
營業利益率	20.1%	20.3%	23.2%	25.8%	25.8%	27.0%	-0.2	-2.6	-1.2
稅後純益率	17.4%	17.4%	20.4%	22.0%	22.4%	22.8%	0.0	-1.6	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

超透鏡 (Metalens) 將成為新成長動能，支撐采鈺長期成長

超透鏡 (Metalens) 或 Meta Surface 為奈米等級的半導體製程光學解決方案。超透鏡與微透鏡 (microlens) 解決方案最明顯的不同在於元件的微架構。元件的組合十分多元，藉由不同長度或尺寸的獨特光線反射角度達成整體內部反射，藉此提升影像完整性與鏡頭性能。本中心預估該技術將率先應用於行動產品，而後隨著出貨量成長進一步擴大至 AR/VR 應用。我們認為采鈺將憑藉其技術解決方案佔有優勢地位，並協助客戶降低更複雜鏡頭結構的設計難度。本中心樂觀預期該項業務中長期可望開花結果。

圖 5：超透鏡結構



資料來源：Ansys、NYCU Department of Photonics

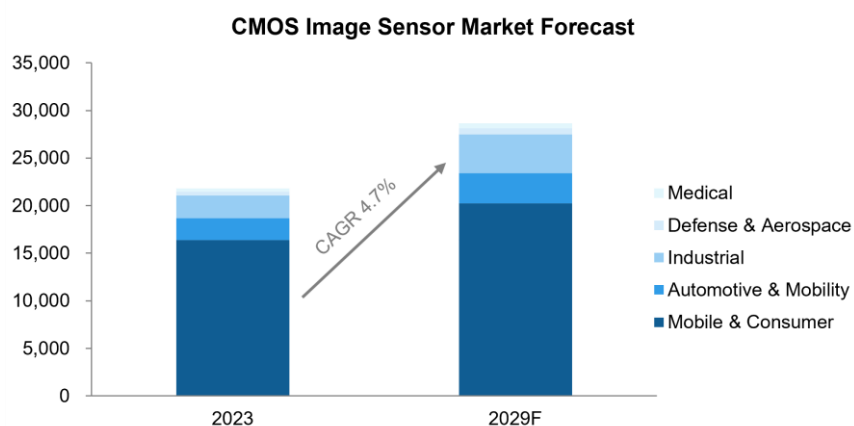
CIS 客戶內供問題毋須過慮

部分投資人擔憂中系 CIS 客戶內供比重持續提升。但我們認為該問題不足為慮，係因 1) 中系 CIS 業者有意從無晶圓廠營運模式調整為輕晶圓廠模式。目前其已具有內部後段產能，並計畫增設自家前段產能，以針對獨特 CIS 產品提供整合性解決方案。CIS 業者沒有參與彩色濾光膜及微透鏡製程的必要，係因前段晶圓及後段封裝製程內容價值更高；及 2) 采鈺擁有最先進的彩色濾光膜及微透鏡技術，客戶自行投入龐大的時間與資金在此利基市場中研發自家專業可能不具效益。因此，我們相信采鈺將持續穩定取得無晶圓廠或輕晶圓廠客戶的 CIS 訂單，且在未來擴產計畫有限之下，IDM 客戶的感測器外包商機將持續成長。

2025 年整體 CIS 市場規模將年增約 5%

基於需求全面疲軟，總體經濟持續不振，智慧型手機和 PC 規格升級停滯，本中心預期 2024 年 CIS 市場規模將成長中個位數至 228 億美元。展望 2025 年，預估 CIS 市場將持續成長，年增 4.7% 至 238 億美元，係受惠於 1) 總體經濟環境復甦，刺激消費需求；2) 智慧型手機鏡頭將重新開始規格升級，高階產品主鏡頭將升級至 50+MP CIS；3) 電動車滲透率自 2023 年 18% 持續提升至 23%，同時自動駕駛等級持續升級；以及 4) 邊緣 AI 相關佈局使 AR/VR 需求增溫。

圖 6：2023-29 年預估整體 CIS 市場 CAGR 為 4.7%



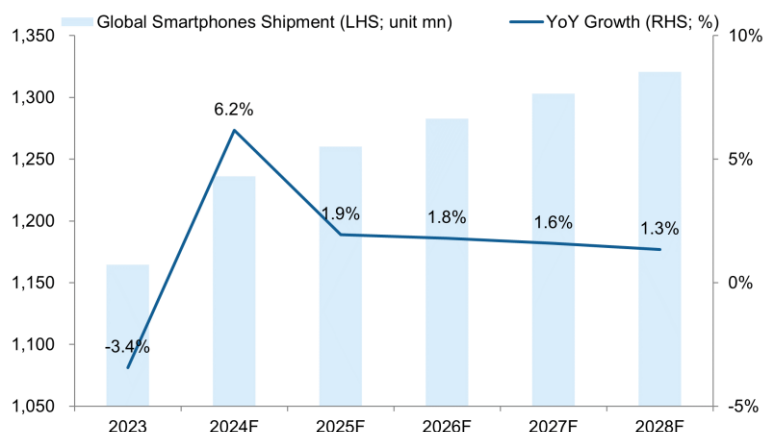
資料來源：Yole、元大投顧預估

2025 年智慧型手機 CIS 需求將穩定成長

本中心預估 2025 年智慧型手機 CIS 市場將年增 3.6%，係因 1) 智慧型手機出貨量將年增 1.9%；2) 高解析度 CIS 產品規格持續提升；及 3) 補庫存需求。經過 2024 年的強勁反彈，預期 2025 年對智慧型手機 CIS 而言將是相對平淡的一年。

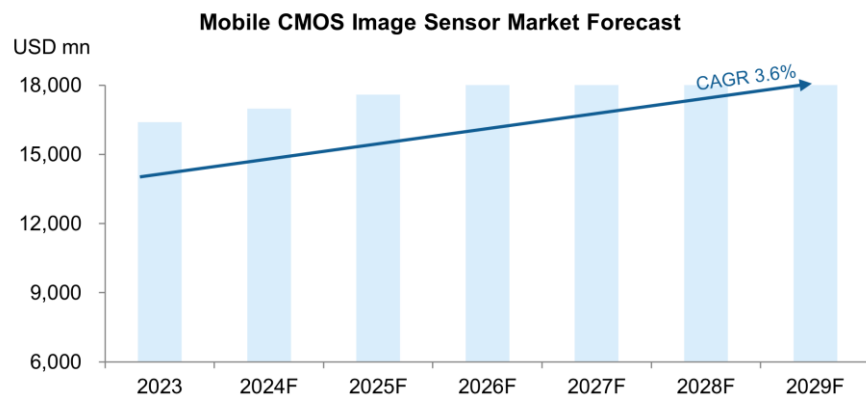
長遠來看，智慧型手機 CIS 市場預期將以 4% 年複合增長率成長，超過智慧型手機出貨量持平至低個位數的成長，主要受惠於 1) 每台裝置的相機數量增加；2) CIS 畫素規格持續升級；以及 3) 高解析度 CIS 鏡頭設計複雜性不斷提升。

圖 7：2025 年智慧型手機出貨量將成長 1.9%



資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 8：2023-29 年 CIS 智慧型手機市場將以 3.6% 的 CAGR 成長



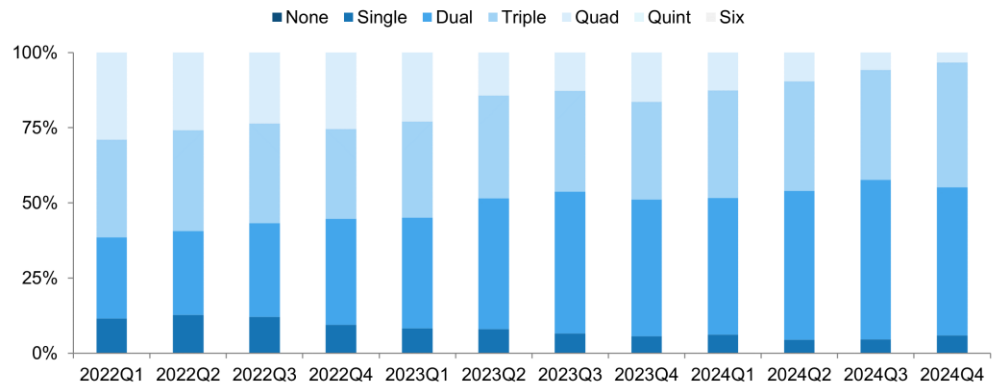
資料來源：Yole、元大投顧預估

圖 9：iPhone 相機規格

Time	Model	Rear Camera	Front Camera
2010	iPhone 4	-5MP, f/2.8, 29mm(4P), 1/3.2", 1.75μm, AF	-VGA
2011	iPhone 4s	-8MP, f/2.4, 35mm(5P), 1/3.2", 1.4μm, AF	-VGA
2012	iPhone 5	-8MP, f/2.4, 33mm(standard, 5P), 1/3.2", 1.4μm, AF	-1.2MP, f/2.4, 35mm (standard)
2013	iPhone 5s	-8MP, f/2.2, 29mm(standard, 5P), 1/3", 1.5μm, AF	-1.2MP, f/2.4, 31mm (standard)
2013	iPhone 5c	-8MP, f/2.4, 33mm(standard, 5P), 1/3.2", 1.4μm, AF	-1.2MP
2014	iPhone 6/Plus	-8MP, f/2.2, 29mm(standard, 5P), 1/3", 1.5μm, PDAF	-1.2MP, f/2.2, 31mm (standard)
2015	iPhone 6s/Plus	-12MP, f/2.2, 29mm(standard, 5P), 1/3", 1.22μm, PDAF	-5MP, f/2.2, 31mm (standard)
2016	iPhone SE	-12MP, f/2.2, 29mm(standard, 5P), 1/3", 1.23μm, PDAF	-1.2MP, f/2.4, 31mm (standard)
2016	iPhone 7/Plus	-12MP, f/1.8, 28mm(wide, 6P), 1/3", PDAF, OIS -12MP, f/2.8, 56mm(telephoto, 6P), 1/3.6", AF, 2x optical zoom(Plus only)	-7MP, f/2.2, 32mm (standard)
2017	iPhone 8/Plus	-12MP, f/1.8, 28mm(wide, 6P), PDAF, OIS -12MP, f/2.8, 56mm(telephoto, 6P), PDAF, 2x optical zoom(Plus only)	-7MP, f/2.2 (standard)
2017	iPhone X	-12MP, f/1.8, 28mm(wide, 6P), 1/3", 1.22μm, dual pixel PDAF, OIS -12MP, f/2.4, 52mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 2x optical zoom	-7MP, f/2.2, 32mm (standard)
2018	iPhone XR	-12MP, f/1.8, 26mm(wide, 6P), 1/2.55", 1.4μm, PDAF, OIS	-7MP, f/2.2, 33mm (standard)
2018	iPhone XS/Max	-12MP, f/1.8, 26mm(wide, 6P), 1/2.55", 1.4μm, dual pixel PDAF, OIS -12MP, f/2.4, 52mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 2x optical zoom	-7MP, f/2.2, 34mm (standard)
2019	iPhone 11/11Pro/Max	-12MP, f/1.8, 26mm(wide, 6P), 1/2.55", 1.4μm, dual pixel PDAF, OIS -12MP, f/2.0, 52mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 2x optical zoom(Pro & Pro Max only) -12MP, f/2.4, 13mm(ultrawide, 5P)	-12MP, f/2.2, 23mm (wide)
2020	iPhone SE	-12MP, f/1.8, (wide, 6P), PDAF, OIS	-7MP, f/2.2 (standard)
2020	iPhone 12/Pro/Pro Max/Mini	-12MP, f/1.6, 26mm(wide, 7P), 1.7μm(Pro Max)/ 1.4μm, dual pixel PDAF, IBS(Pro Max)/OIS -12MP, f/2.2, 65mm(Pro Max)/52mm(Pro) (telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 2.5x optical zoom(Pro -12MP, f/2.4, 13mm(ultrawide, 5P) -ToF(Pro & Pro Max only)	-12MP, f/2.2, 23mm (wide)
2021	iPhone 13/Pro/Pro Max/Mini	-12MP, f/1.5 (Pro Max/Pro)/ f/1.6 (13/13 mini), 26mm(wide, 7P), 1.9μm(Pro Max/Pro)/ 1.7μm(13/13 mini), 1/1.65" (Pro Max/Pro)/1/1.9" (13/13 mini), dual pixel PDAF, sensor-shift OIS -12MP, f/2.8, 77mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 3x optical zoom(Pro Max & Pro only) -12MP, f/1.8, (Pro Max/Pro)/ f/2.4 (13/13 mini), 13mm, 120 (ultrawide, 6P. Pro Max/Pro & 5P. 13/13mini), 1/3.4", 1.0μm, PDAF	-12MP, f/2.2, 23mm (wide), 1/3.6"
2022	iPhone 14/Pro/Pro Max/Plus	-48MP (Pro Max/Pro)/12MP(13/13 mini), f/1.5 (Pro Max/Pro)/ f/1.6 (13/13 mini), 26mm(wide, 7P), 1.2μm(Pro Max/Pro)/ 1.9μm(13/13 mini), 1/1.3" (Pro Max/Pro)/1/1.7" (13/13 mini), dual pixel PDAF, sensor-shift OIS -12MP, f/2.8, 77mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 3x optical zoom(Pro Max & Pro only) -12MP, f/1.8, (Pro Max/Pro)/ f/2.4 (13/13 mini), 13mm, 120 (ultrawide, 6P. Pro Max/Pro & 5P. 13/13mini), 1/3.4", 1.0μm, PDAF	-12MP, f/2.2, 23mm (wide)
2023	iPhone15/Pro/Pro Max/Plus	-48MP, f/1.78 (Pro Max/Pro)/ f/1.6 (15/15 Plus), 24mm(wide, 6P), 2.44μm(Pro Max/Pro)/ 2.0μm(15/15 Plus), quad pixel PDAF, sensor-shift OIS -12MP, f/1.78, 48mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 2x optical zoom(Pro Max & Pro only) -12MP, f/2.2, 13mm(Pro Max & Pro only) -12MP, f/2.2, (Pro Max/Pro)/ f/2.4 (15/15 plus), 13mm, 120 (ultrawide, 6P. Pro Max/Pro & 5P. 15/15 plus), 1/3.4", 1.0μm, PDAF	-12MP, f/1.9, 23mm (wide)
2024	iPhone 16/Pro/Pro Max/Plus	-48MP, f/1.78 (Pro Max/Pro)/ f/1.6 (16/16 Plus), 24mm(wide, 6P), 2.44μm(Pro Max/Pro)/ 2.0μm(16/16 Plus), quad pixel PDAF, sensor-shift OIS -12MP, f/1.78, 48mm(telephoto, 6P), 1/3.4", 1.0μm, PDAF, OIS, 2x optical zoom(Pro Max & Pro only) -12MP, f/2.2, 13mm(Pro Max & Pro only) -12MP, f/2.2, (Pro Max/Pro)/ f/2.4 (16/16 plus), 13mm, 120 (ultrawide, 6P. Pro Max/Pro & 5P. 16/16 plus), 1/3.4", 1.0μm, PDAF	-12MP, f/1.9, 23mm (wide)

資料來源：Apple、元大投顧預估

圖 10：多鏡頭智慧型手機滲透率持續提高



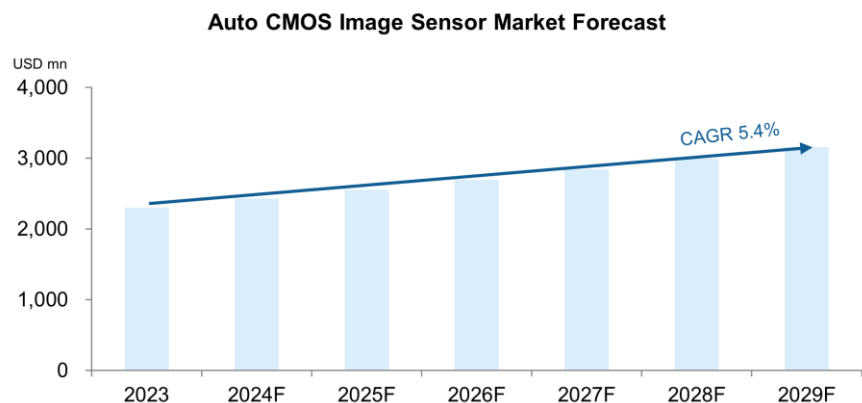
資料來源：IDC、元大投顧

車用 CIS 業務將於 2025 年復甦，下半年成長將優於上半年

車用 CIS 約佔整體 CIS 市場 10+%，未來五年成長潛力最大。2024 年車用 CIS 市場儘管遭遇庫存修正逆風，但仍受惠於汽車電子化趨勢帶動半導體內容提升因而呈現年增 5.4% (CIS 產業整體則年成長 4.7%)。展望 2025 年，儘管庫存將持續修正至至少 2Q25，預期車用 CIS 市場仍將持續成長至約 25.6 億美元，係因 1) 汽車 OEM 廠的車用 CIS 庫存水位相對較低，自 4Q24 底起已可見初期之拉貨需求；2) 電動車滲透率將自 2024 年的 21%進一步提升至 23%，尤其中國 ADAS 市場強勁發展；及 3) 自動駕駛等級提升將帶動 ADAS 系統需求增溫。

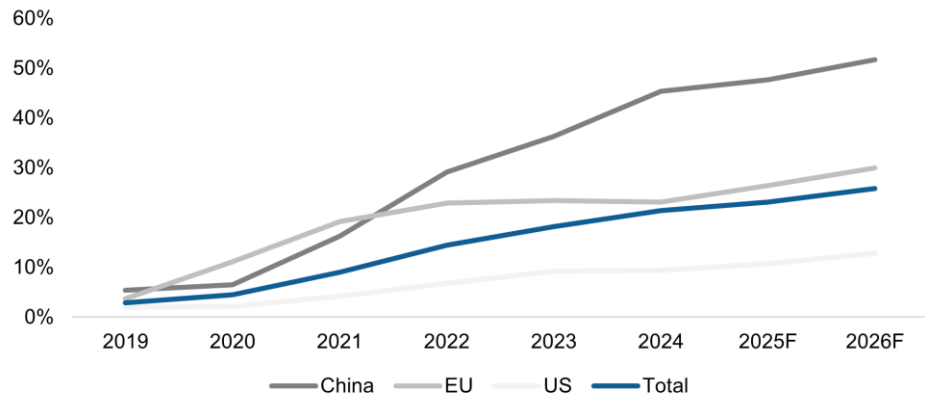
本中心預期車用 CIS 市場 2023-2029 年 CAGR 將達 5.4%，並躍升為整體 CIS 市場第二大應用，主要歸功於 1) 汽車電子化趨勢帶動每輛車單位感測器數量增加；2) 電動車滲透率持續提升將帶動 CIS 需求增溫；及 3) 車用 CIS 主流解決方案將從 3 百萬至 1 千萬畫素升級至 1 千萬畫素以上，帶動單價提升。我們持續看好車用 CIS 展望，預期價量提升將刺激 CIS 市場長期成長，為供應鏈帶來新成長動能。

圖 11：車用 CIS 市場 2023-29 年 CAGR 將達 5.4%



資料來源：Yole、元大投顧

圖 12：電動車滲透率將自 2023 年的 18% 提升至 2025 年的 23%

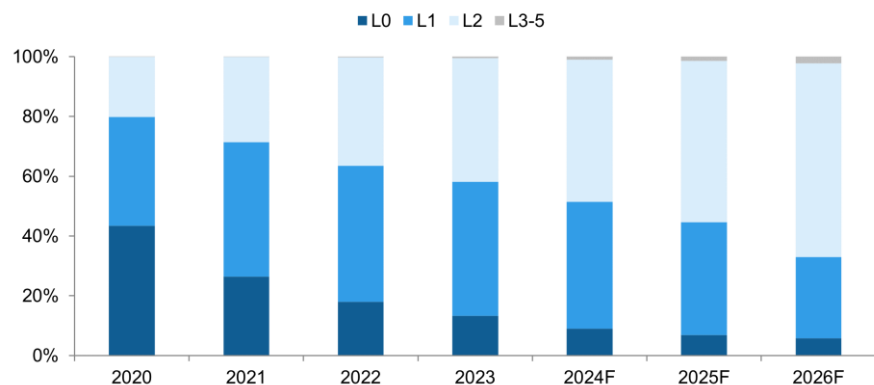


資料來源：IDC、元大投顧

自動駕駛等級提高為 CIS 長期需求成長帶來新市場

目前電動車自動駕駛市場仍由特斯拉主導。其自動駕駛系統已達等級 3，特斯拉執行長 Elon Musk 預期系統升級至等級 5 已近在咫尺。相較於特斯拉，其他電動車廠的產品仍停留在等級 2 或以下，顯示仍有龐大成長空間。根據 ICV Tank 的資料顯示，目前等級 1 及以下仍為自動駕駛系統主流規格，佔整體汽車市場的 45%。然而，預期 2025 年等級 2 系統將成為主流市場，佔比達 54%。我們預估此升級趨勢將於未來數年延續，勢必將嘉惠 CIS 供應鏈，係因 1) 自動駕駛系統升級至下一個等級將採用更多感測器；2) 為加強個人安全，鏡頭解析度的精確度要求更高，進而帶動 CIS 升級並推升每顆晶片的半導體內容；及 3) 電動車滲透率提高帶動車用 CIS 潛在市場成長。

圖 13：2025 年等級 2 自動駕駛系統將成為電動車市場的主流規格

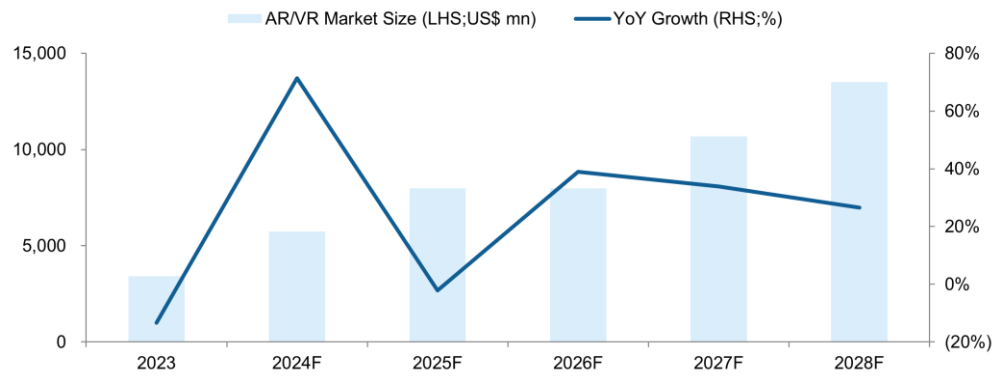


資料來源：ICV Tank、元大投顧

AR/VR 仍在初期發展階段

有鑑於 1) 總體經濟疲弱影響了消費者的消費優先順序，尤其衝擊消費性應用；2) AR/VR 生態系發展尚未完全，包括產品、殺手級應用或軟體支援等；3) AR/VR 應用產品售價對一般人而言仍超出可負擔範圍，因而阻礙相關應用的普及；及 4) 領導廠商的產品，如 Apple 的 Vision Pro，目前尚未成為流行，根據 IDC 統計，2024 年 AR/VR 產品出貨量僅年增 12%。展望 2025 年，受惠於邊緣 AI 佈局相關技術支援將推動裝置搭載更多功能，Wi-Fi 7 將使信號傳輸無明顯延遲，加上更多較低價的 AR/VR 新產品上市，消費者相對負擔得起，且生態系成長帶動內容或平台等需求，我們預期 AR/VR 產品出貨量將年增 21%。

圖 14：AR/VR 市場 2023-28 年 CAGR 達 32%



資料來源：IDC、元大投顧

超透鏡技術採用可望推升采鈦展望，相關效益可望於 2025 年顯現

超透鏡為采鈦提供的新解決方案，相較於現有的微透鏡解決方案，不但聚光效能更高外型也更佳。公司認為超透鏡可運用於接收器/收發器 ToF 或收發器 DOE。我們認為該技術將應用於智慧型手機，係因智慧型手機為追求良好的使用者體驗對外型要求嚴格。此外，我們也預期 CIS 解析度規格將持續升級，且鏡頭結構將有更多層。至於首款採用超透鏡技術的產品，我們預期美國智慧型手機領導大廠將率先於平板產品採用此技術，並最快於 2025 年在智慧型手機上採用。之後該技術將應用於 AR/VR 產品。雖然我們預估 2025 年超透鏡對采鈦的營收貢獻仍低，但相信此一新技術升級及毛利率較高的新業務未來將成為主要的長期成長動能。

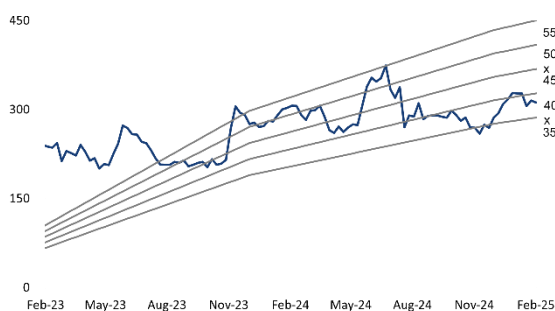
獲利調整與股票評價

靜待 1H25 過渡期結束，維持中立評等，目標價 271 元

展望 2025 年，公司預期 CIS 業務表現將優於 MOE，係因 1) 需求溫和成長使 CIS 產能利用率維持高檔，2) 產品組合隨著規格升級而改善。采鈦年產能將維持在 270 萬片約當 8 吋晶圓；資本支出方面，考量 Meta Surface 或奈米製程結構等下一代技術之相關研發需求，2025 年資本支出將年增 112% 至 0.8 億美元 (中值)，2025 年折舊費用將持續年減個位數。

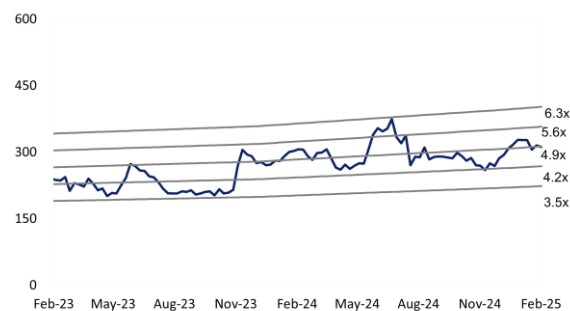
公司出乎意料地終於表示 2025 年目標 Meta Surface 相關方案將開始小量生產，本中心重申先前觀點，即該方案首先將應用於平板產品，接著為智慧型手機及 AR 產品。鑒於 MOE 業務展望不如預期，本中心下修 2025/2026 年營收 11.5%/4.7%，下修毛利率 1.1/0.5 個百分點至 34.5%/36.2%，下修 2025/2026 年 EPS 17.9%/6.5%。目標價 271 元係基於 35 倍本益比、2025-2026 年平均預估 EPS 推得 (前次以 40 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價)。

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧預估

圖 17：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
采鈺	6789 TT	持有-超越同業	312.0	2,999	5.49	6.48	9.00	56.9	48.1	34.7	347.5	18.1	38.9
CIS													
精材	3374 TT	未評等	185.5	1,546	6.1	7.4	11.6	30.5	24.9	16.1	20.1	22.2	55.2
同欣電	6271 TT	未評等	133.0	843	8.1	8.5	9.7	16.4	15.7	13.7	47.6	4.6	14.3
韋爾股份	603501 SS	未評等	153.0	26,392	2.7	3.7	4.7	55.8	40.9	32.3	483.7	36.2	26.7
格科微	688728 SS	未評等	16.1	5,763	0.1	0.3	0.4	178.4	61.8	41.2	383.6	188.9	50.0
SK Hynix	000660 KS	未評等	212000.0	110,410	24671.7	36064	42048.1	8.6	5.9	5.0	--	46.2	16.6
三星電子	005930 KS	未評等	58400.0	271,447	4832.9	4481.1	5929.2	12.1	13.0	9.9	126.8	(7.3)	32.3
安森美	ON US	未評等	55.5	23,397	4.0	2.5	3.8	13.9	22.0	14.7	(21.1)	(36.9)	50.1
索尼	6758 JP	未評等	3732.0	152,603	152.6	177.9	192.9	24.5	21.0	19.4	(6.2)	16.6	8.4
CIS 平均					3709.8	5093.1	6025.1	42.5	25.6	19.0	147.8	33.8	31.7
感測器													
昇佳電子	6732 TT	未評等	242.0	356	10.9	9.7	--	22.2	25.0	--	(20.9)	(11.5)	--
艾邁斯歐司朗	AMS SW	未評等	9.5	1,043	0.1	0.6	1.8	66.9	16.0	5.2	--	316.9	208.9
匯頂科技	603160 SS	未評等	82.6	5,179	1.3	1.6	1.9	61.4	50.5	44.2	273.4	21.7	14.1
感測器平均					4.1	4.0	1.8	50.2	30.5	24.7	126.3	109.0	111.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
采鈺	6789 TT	持有-超越同業	312.0	2,999	9.6	10.6	13.2	56.99	61.45	68.02	5.5	5.1	4.6
CIS													
精材	3374 TT	未評等	185.5	1,546	18.2	20.4	24.2	--	33.5	--	--	5.5	--
同欣電	6271 TT	未評等	133.0	843	6.8	6.9	7.5	122.5	126.7	133.1	1.1	1.1	1.0
韋爾股份	603501 SS	未評等	153.0	26,392	14.1	16.4	17.6	20.9	24.1	28.0	7.3	6.4	5.5
格科微	688728 SS	未評等	16.1	5,763	3.6	6.0	7.2	3.1	3.4	3.6	5.1	4.8	4.5
SK Hynix	000660 KS	未評等	212000	110,410	28.2	29.7	26.5	98463.5	133420	171557	2.2	1.6	1.2
三星電子	005930 KS	未評等	58400	271,447	8.7	8.4	9.9	56753.9	63099	64955	1.0	0.9	0.9
安森美	ON US	未評等	55.5	23,397	20.0	12.4	15.9	20.6	21.8	23.7	2.7	2.6	2.3
索尼	6758 JP	未評等	3732.0	152,603	13.0	13.4	13.2	1216.5	1265.6	1358.1	3.1	3.0	2.8
CIS 平均					14.1	14.2	15.3	22371.6	24749.2	34008.4	3.2	3.2	2.6
感測器													
昇佳電子	6732 TT	未評等	242.0	356	--	--	--	102.6	112.3	--	2.4	2.2	--
艾邁斯歐司朗	AMS SW	未評等	9.5	1,043	(22.8)	6.2	17.4	11.2	12.1	12.2	0.8	0.8	0.8
匯頂科技	603160 SS	未評等	82.6	5,179	7.1	9.2	8.6	18.7	19.1	22.5	4.4	4.3	3.7
感測器平均					(7.9)	7.7	13.0	44.2	47.8	17.3	2.5	2.4	2.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,109	2,453	2,751	2,689	2,194	2,354	2,784	2,753	10,002	10,085
銷貨成本	(1,691)	(1,726)	(1,758)	(1,778)	(1,487)	(1,597)	(1,744)	(1,774)	(6,953)	(6,602)
營業毛利	418	727	993	910	707	757	1,041	979	3,049	3,483
營業費用	(253)	(283)	(339)	(322)	(287)	(264)	(300)	(297)	(1,197)	(1,148)
營業利益	204	479	694	630	420	493	740	683	2,007	2,335
業外利益	14	13	11	28	27	27	28	27	67	111
稅前純益	218	492	706	658	447	520	768	710	2,074	2,446
所得稅費用	(36)	(69)	(129)	(101)	(72)	(83)	(123)	(114)	(335)	(391)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	182	424	576	557	376	437	645	597	1,739	2,055
調整後每股盈餘(NT\$)	0.57	1.34	1.82	1.76	1.18	1.38	2.03	1.88	5.49	6.48
調整後加權平均股數(百萬股)	317	317	317	317	317	317	317	317	317	317
重要比率										
營業毛利率	19.8%	29.7%	36.1%	33.9%	32.2%	32.2%	37.4%	35.6%	30.5%	34.5%
營業利益率	9.7%	19.5%	25.2%	23.4%	19.1%	20.9%	26.6%	24.8%	20.1%	23.2%
稅前純益率	10.3%	20.1%	25.7%	24.5%	20.4%	22.1%	27.6%	25.8%	20.7%	24.3%
稅後純益率	8.6%	17.3%	21.0%	20.7%	17.1%	18.6%	23.2%	21.7%	17.4%	20.4%
有效所得稅率	16.6%	13.9%	18.3%	15.3%	16.1%	16.0%	16.0%	16.1%	16.2%	16.0%
季增率(%)										
營業收入	12.2%	16.3%	12.1%	-2.3%	-18.4%	7.3%	18.3%	-1.1%		
營業利益	--	135.3%	44.8%	-9.3%	-33.3%	17.4%	50.1%	-7.7%		
稅後純益	463.6%	132.9%	36.0%	-3.3%	-32.6%	16.2%	47.6%	-7.4%		
調整後每股盈餘	462.4%	132.7%	36.0%	-3.3%	-32.6%	16.4%	47.5%	-7.5%		
年增率(%)										
營業收入	32.5%	26.7%	50.4%	43.0%	4.0%	-4.0%	1.2%	2.4%	38.2%	0.8%
營業利益	148.0%	210.6%	1459.5%	--	106.2%	2.9%	6.6%	8.4%	621.6%	16.3%
稅後純益	135.8%	136.0%	757.6%	1626.1%	106.5%	3.2%	11.9%	7.2%	388.4%	18.2%
調整後每股盈餘	134.9%	135.2%	755.2%	1620.9%	106.3%	3.2%	11.9%	7.1%	347.5%	18.1%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

台積電供應鏈生態系中首屈一指的 CIS 代工廠

采鈺成立於 2003 年，總部位於台灣新竹科學園區，是全球半導體晶圓代工領導廠商台積電的分公司，為 IC 設計及 IDM 客戶提供影像感測器 Turnkey 服務、晶圓級測試及光學薄膜解決方案。

4Q24 營收有 71%來自影像感測器，27%來自微型光學元件。主要應用包含消費、車用、工業、安控及醫療市場中的影像感測器、螢幕下光學指紋及 3D 感測器。因其在台積電團隊內的先進技術開發與強大的執行能力，采鈺已成為 CIS 領域頂尖的獨立彩色濾光膜代工廠商。

采鈺亦在拓展其微透鏡業務。公司目前有為 Apple Face ID 感測器提供紅外截止濾光膜(IR Cut Film)服務，其晶圓級光學薄膜(on-chip multi-film)解決方案則主要應用於各種感測器，例如行動電話、車用、醫療、AR/VR 及消費電子市場中的鄰近感測器(proximity sensor)、環境光感測器(ambient light sensor)及 3D 生物辨識器(3D biometric sensor)。

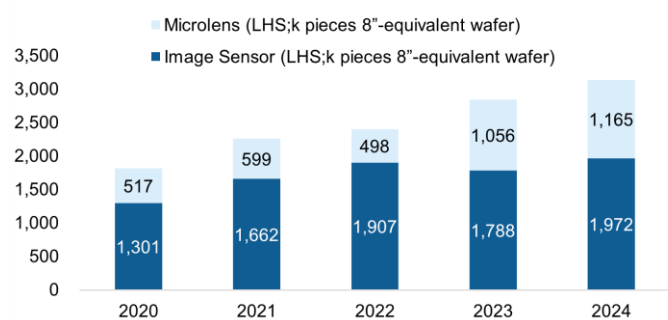
公司長期成長潛力大，係因 1) 高解析度相機規格提升將需要更高品質的 CIS 產品並消耗更多晶圓；2) ToF 感測器及應用多樣的各種感測器需求成長；及 3) ADAS 及汽車市場對像素的要求提升。

最後，采鈺也在發展其 Meta 服務解決方案，這需要公司具有蝕刻(etching)、微影(lithography)技術及設計能力，目標為接收器的微透鏡及收發器 DOE。采鈺 Meta 服務的優勢在於：1) 外型方面；及 2) 聚光表現更佳。考量其成本架構及優勢，本中心認為該技術將最先應用於智慧型手機，而後 AR/VR 產品也將採用。

拓展 12 吋彩色濾光膜與微透鏡產品線

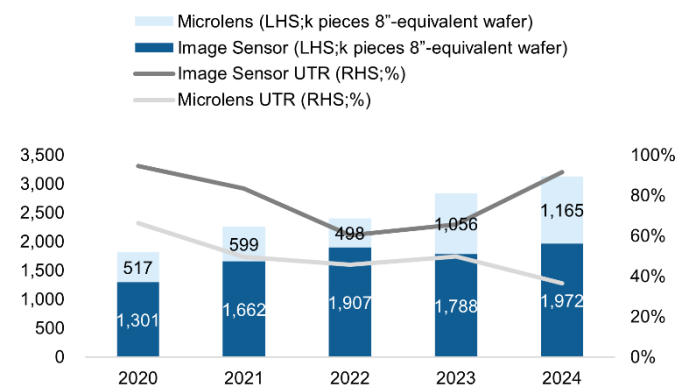
采鈺的兩間工廠年產能共 260-270 萬片約當 8 吋晶圓。公司已決定在桃園龍潭另外新建 12 吋彩色濾光膜與微透鏡產線。龍潭廠能容納兩倍於新竹廠的設備數量。公司預定新廠將生產車用、AR/VR 及感測器產品所使用的高階 CIS 產品。

圖 20：采鈺產能分布



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：采鈺各部門產能及產能利用率趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

股東結構 - 台積電持股 67%為采鈺最大股東

台積電於 2003 年與豪威合資成立采鈺，並在 2016 年起成為采鈺最大股東。台積電持有采鈺 67%股份，占三席董事。采鈺董事長關欣先生及其他兩位董事皆為台積電重要人士。

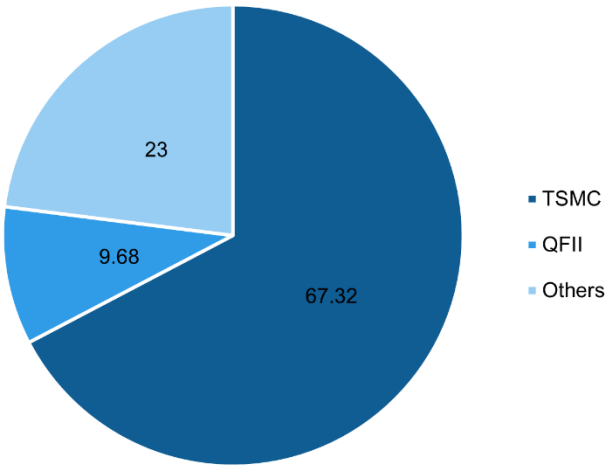
董事長關欣為矽科技領域專家，在加入采鈺前曾任台積電 8 廠廠長及 SSMC 營運副總經理。關先生 1986 年取得國立清華大學材料與工程學碩士學位，大學畢業於國立成功大學材料科學及工程系。

圖 22：董事會成員簡介

Title	Name	Tenure (years)	Ownership(%)		Background
			Direct	Indirect*	
Chairman/ Representative of TSMC	Xin Guan	3	0.07	0	Fab 8 Director, TSMC Director of Product Engineering in Feb 12, TSMC Director of Backend Service Vice President, Systems on Silicon Manufacturing Co. Pte. Ltd. Chairman, Xintec MS degree, Department of Materials Science and Engineering, National Tsing Hua University Bachelor of Materials Science and Engineering, National Cheng Kung University
Director/ Representative of TSMC	XS Liu	3	0	0	Senior Director of Specific Process, TSMC Chief Operator, Intel Vice President, Vanguard Master of Electrical Engineering, Arizona State University
Independent director	X.F. Gao	3	0	0	Senior Director, TSMC Master of Business Administration, University of California, Berkeley Senior Vice President, China Development Financial Holding Corporation Managing, Merrill Lynch Managing Director, UBS Head of Taiwan, Department of Ultra-High-Net-Worth, UBS Master of Business Administration, University of Missouri Director, Office of the Legal Counsel, MediaTek Inc. General Counsel, Standard Chartered Vice Director, Office of the Legal Counsel, TSMC Master of Law, University of Washington
	Hui Zhu Huang	3	0	0	
	Mei Ling Zhang	3	0	0	
	Bing Heng Zhang	3	0	0	Independent Director, MediaTek Inc. Chairman, Motech Industries, Inc. Vice President, TSMC Vice President, Worldwide Semiconductor M.S.degree, Department of Materials Science and Engineering, Purdue University

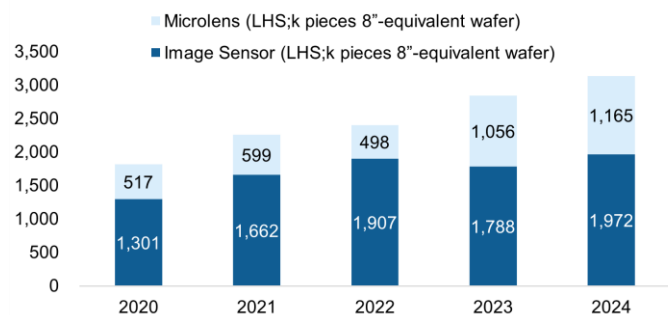
資料來源：TEJ、公司資料 (2022 年年報)

圖 23：台積電為采鈦最大股東



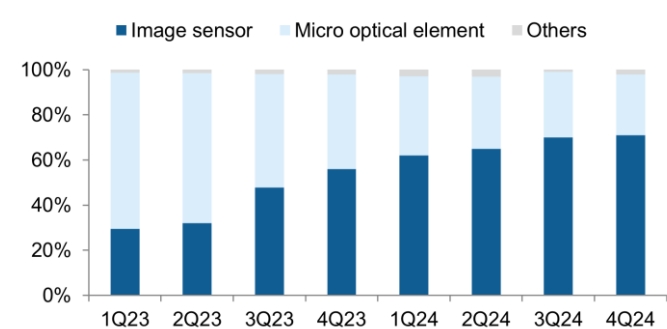
資料來源：TEJ、公司資料

圖 24：影像感測器為采鈺主要業務



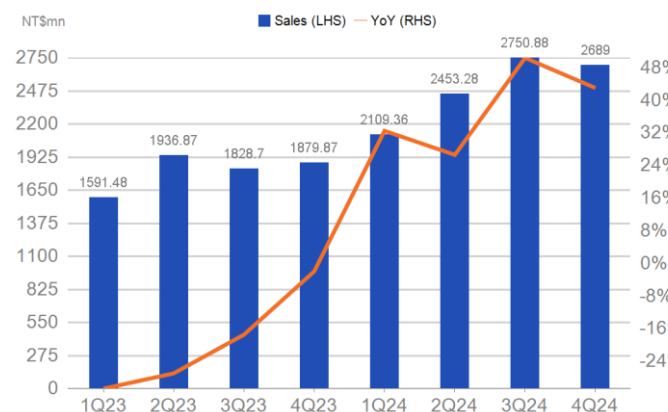
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：營收組成



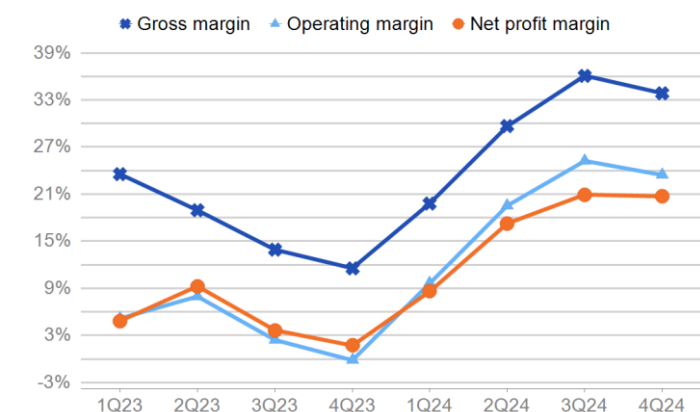
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 26：營收趨勢



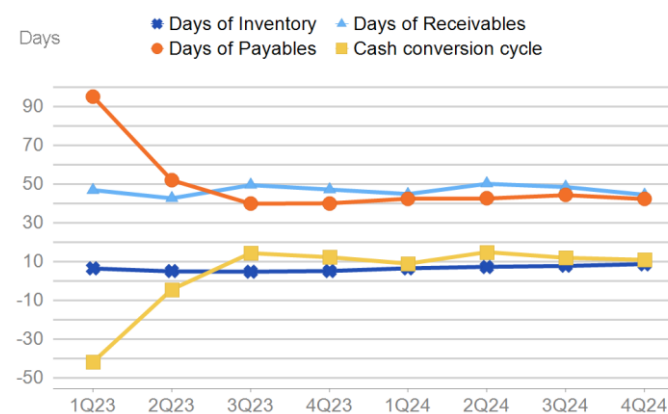
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：毛利率、營益率、淨利率



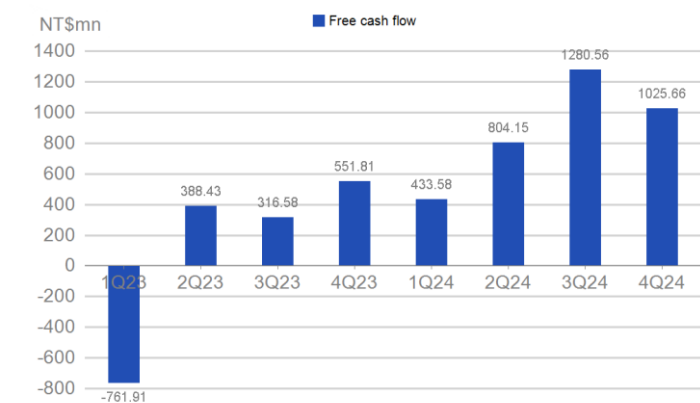
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	11,949	12,467	13,854	14,822	16,456
存貨	85	107	163	163	197
應收帳款及票據	764	903	1,204	1,233	1,533
其他流動資產	479	602	707	707	707
流動資產	13,278	14,078	15,929	16,925	18,894
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	11,920	10,742	8,950	9,389	9,571
無形資產	50	52	27	12	5
其他非流動資產	353	306	234	234	234
非流動資產	12,322	11,100	9,212	9,635	9,811
資產總額	25,600	25,179	25,140	26,560	28,704
應付帳款及票據	302	272	287	286	346
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	3,334	3,656	4,351	4,351	4,351
流動負債	3,637	3,928	4,638	4,637	4,697
長期借款	4,760	4,383	2,240	2,240	2,240
其他負債及準備	313	236	201	201	201
長期負債	5,073	4,619	2,441	2,441	2,441
負債總額	8,710	8,547	7,079	7,079	7,138
股本	3,155	3,166	3,171	3,171	3,171
資本公積	7,305	7,311	7,313	7,313	7,313
保留盈餘	6,430	6,155	6,154	7,574	9,659
什項權益	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	16,890	16,631	18,061	19,481	21,566
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	16,890	16,631	18,061	19,481	21,566

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	1,766	356	1,739	2,055	2,855
折舊及攤提	2,334	3,104	2,814	2,098	2,373
本期營運資金變動	523	(194)	(342)	(29)	(275)
其他營業資產 及負債變動	(334)	(606)	297	0	0
營運活動之現金流量	4,289	2,660	4,508	4,123	4,953
資本支出	(4,126)	(2,165)	(1,176)	(2,521)	(2,548)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(9)	129	136	0	0
投資活動之現金流量	(4,136)	(2,036)	(1,040)	(2,521)	(2,548)
股本變動	222	10	0	0	0
本期負債變動	2,503	693	(3,228)	0	0
現金增減資	6,739	0	0	0	0
支付現金股利	(587)	(631)	(317)	(634)	(770)
其他調整數	(314)	(178)	1,448	0	0
融資活動之現金流量	8,564	(106)	(2,097)	(634)	(770)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	8,717	518	1,371	968	1,634
自由現金流量	163	495	3,331	1,602	2,405

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	9,077	7,237	10,002	10,085	12,742
銷貨成本	(5,750)	(6,023)	(6,953)	(6,602)	(8,130)
營業毛利	3,327	1,214	3,049	3,483	4,611
營業費用	(1,313)	(1,008)	(1,197)	(1,148)	(1,324)
推銷費用	(70)	(56)	(89)	(122)	(136)
研究費用	(672)	(727)	(934)	(1,003)	(1,140)
管理費用	(571)	(225)	(175)	(191)	(216)
其他費用	0	0	156	168	168
營業利益	2,069	278	2,007	2,335	3,288
利息收入	55	169	201	218	218
利息費用	(36)	(100)	(4)	(3)	(3)
利息收入淨額	19	69	197	214	214
投資利益(損失)淨額	0	0	6	0	0
匯兌損益	161	6	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(148)	(38)	(137)	(103)	(103)
稅前純益	2,100	315	2,074	2,446	3,399
所得稅費用	(335)	41	(335)	(391)	(544)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,766	356	1,739	2,055	2,855
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,447	3,510	2,007	2,335	3,288
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.05	1.23	5.49	6.48	9.00

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	0.5	(20.3)	38.2	0.8	26.3
營業利益	(23.6)	(86.6)	621.6	16.3	40.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	(4.9)	(21.1)	(42.8)	16.3	40.8
稅後純益	(18.5)	(79.8)	388.4	18.2	38.9
調整後每股盈餘	(18.4)	(79.7)	347.5	18.1	38.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	36.7	16.8	30.5	34.5	36.2
營業利益率	22.8	3.8	20.1	23.2	25.8
稅前息前淨利率	22.8	3.0	20.1	23.2	25.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	49.0	48.5	20.1	23.2	25.8
稅前純益率	23.1	4.4	20.7	24.3	26.7
稅後純益率	19.5	4.9	17.4	20.4	22.4
資產報酬率	8.7	1.4	6.9	7.7	10.0
股東權益報酬率	13.7	2.1	9.6	10.6	13.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	51.6	51.4	39.2	36.3	33.1
淨負債權益比(%)	(42.6)	(48.6)	(64.3)	(64.6)	(65.9)
利息保障倍數 (倍)	59.9	4.2	579.1	750.4	1042.3
流動比率 (%)	365.1	358.4	343.4	365.0	402.2
速動比率 (%)	360.8	353.4	339.9	361.5	398.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(7,189)	(8,084)	(11,614)	(12,582)	(14,216)
調整後每股淨值 (NT\$)	53.53	52.53	56.99	61.45	68.02
評價指標 (倍)					
本益比	51.5	254.5	56.9	48.1	34.7
股價自由現金流量比	608.1	199.8	29.7	61.7	41.1
股價淨值比	5.8	5.9	5.5	5.1	4.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	22.2	28.2	49.3	42.4	30.1
股價營收比	10.9	13.7	9.9	9.8	7.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

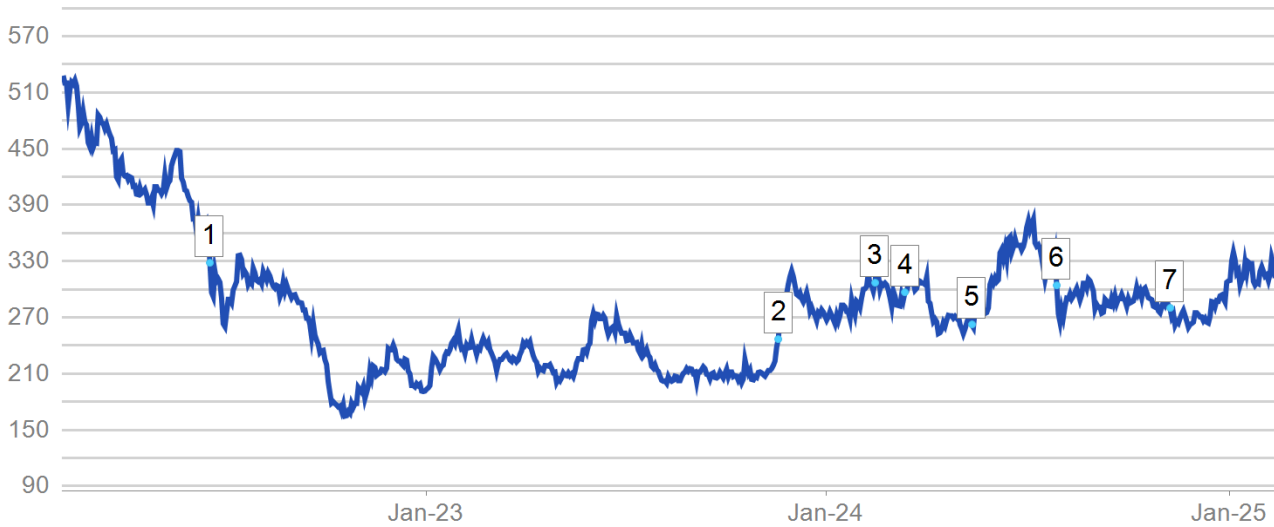
附錄：重要揭露事項

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。

采鈺 (6789 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220630	362.50	500	500	買進	林凱威
2	20231122	248.00	300	300	買進	張智彥
3	20240222	299.00	390	390	買進	張智彥
4	20240320	289.50	420	420	買進	張智彥
5	20240520	268.00	380	380	買進	張智彥
6	20240802	337.50	330	330	持有-超越同業	張智彥
7	20241113	280.00	315	315	持有-超越同業	張智彥

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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請。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

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.