



研究報告

原相(3227.TT)

逢低買進(維持)

TP：285

高毛利的滑鼠產品持續成長，遊戲客戶新機亮相，其他新品增加

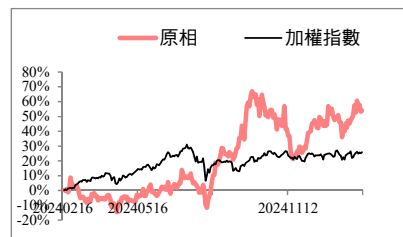
核心觀點

原相受惠 PC 成長與電競需求，帶動主力滑鼠產品成長與產品組合優化，加上遊戲客戶推出新機與其他新品增加，預估 2025 年 EPS 為 16.12 元，維持「逢低買進」投資評等。

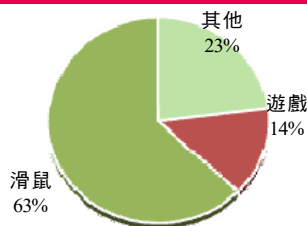
交易資料

收盤價	254.00
市值(億元)	368.30
流通在外股數(百萬股)	145.00
本益比(2025F)	15.75
股價淨值比	3.75
240 日股價(低/均/高)	135.5/198.6/285
60 日均成交額(百萬元)	758.81

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	2024 排名	2023 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
上櫃公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	41%至 60%

資料來源：證基會

副理：陳冠宇
skyevo111-71448@esunsec.com.tw

重要訊息

原相舉辦法說會。

玉山觀點

24Q4受惠產品組合較佳與業外貢獻，獲利優於預期。24Q4營收23億元，QoQ+1.7%，YoY+30.2%，優於財測的季減個位數，主要來自滑鼠與遊戲機出貨優於預期，毛利率63.52%，略優預估的63.48%，主因產品組較佳，儘管年底費用較高與營收成長提撥員工酬勞增加，受惠台幣貶值產生匯兌利益0.76億元，稅後淨利5.57億元，稅後EPS 3.84元，優於預估的3.7元。

25Q1營收有望持平前季，主要來自遊戲機產品成長。展望25Q1，營收有望持平前季，就三大產品線來看，滑鼠在電競的比重減少，非電競比重增加，整體較前季持平，遊戲機產品則受惠客戶新機成長，其他產品線有增有減，毛利率因NRE收入減少，介於62~63%之間，預估25Q1營收為23億元，QoQ+0.1%，YoY+31.7%，毛利率62.5%，稅後EPS 3.55元。

2025年看好PC/NB市場成長、遊戲機新品、其他新品增加。展望2025年，我們看好PC產業庫存恢復健康，品牌廠推出新品，AI PC滲透率有望提升至4成，加上微軟停止支援Windows 10帶動的換機潮，出貨量有望個位數成長，其中電競PC隨新一代顯卡推出與今年將有多達45款3A遊戲問世，出貨量預估連續年增高個位數，帶動主力的滑鼠產品線，受惠高階的電競、TOG滑鼠需求持續成長，優化營收與毛利率表現；遊戲機部分，大客戶任天堂將於4月發布新的遊戲主機Switch 2，除了螢幕尺寸增加外，兩側的Joy-Con也變大並改為磁吸式設計，原相有望受惠感測器增加與新機備貨，添增遊戲業務成長動能；其他應用方面，消費性電子需求回溫，帶動OTS、RF、電容觸控持續成長，加上原相積極送樣新品，包含機器人、邊緣AI與車用市場，將受惠CIS規格升級與Sensor用量增加，增添未來營運動能。

投資建議

原相受惠PC市場成長與電競市場需求，帶動主力滑鼠產品持續成長與產品組合優化，加上遊戲客戶推出新機，與其他新品增加，預估2025年EPS為16.12元，目前評價約16倍本益比，評價合理，維持「逢低買進」投資評等。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	8,362	2,305	2,351	2,590	2,468	9,714
YoY	43.09%	31.69%	14.97%	14.39%	7.15%	16.16%
毛利率	62.03%	62.53%	63.89%	63.86%	63.87%	63.55%
營益率	21.01%	22.38%	24.26%	26.28%	24.73%	24.47%
稅後淨利	1,814	514	560	651	612	2,338
EPS(元)	12.53	3.55	3.86	4.49	4.22	16.12

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	2,305	2,351	2,427	2,476	(5.04)	(5.04)
毛利	1,441	1,502	1,489	1,591	(3.22)	(5.59)
營業利益	516	570	575	615	(10.32)	(7.27)
稅前淨利	583	635	626	659	(6.88)	(3.71)
稅後淨利	514	560	546	575	(5.83)	(2.51)
每股盈餘(元)	3.55	3.86	3.77	3.96	(5.83)	(2.51)
財務比率(%)						
毛利率	62.53	63.89	63.05	62.10	(0.53)	1.79
營益率	22.38	24.26	23.80	19.13	(1.43)	5.13
淨利率	25.31	26.99	26.89	22.39	(1.58)	4.60

資料來源：玉山投顧(2025/02)

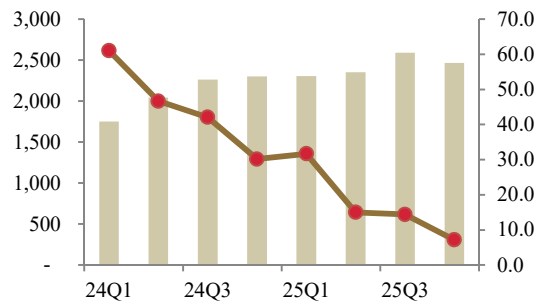
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	1,750	2,045	2,264	2,303	8,362	2,305	2,351	2,590	2,468	9,714
營業毛利	1,001	1,302	1,421	1,463	5,187	1,441	1,502	1,654	1,576	6,173
營業費用	770	835	876	949	3,430	925	932	973	966	3,796
營業利益	232	467	545	514	1,757	516	570	681	610	2,377
淨業外收支	101	89	(11)	111	290	68	64	58	85	274
稅前淨利	333	556	533	625	2,047	583	635	739	695	2,652
稅後淨利	291	487	479	557	1,814	514	560	651	612	2,338
EPS(元)	2.02	3.36	3.30	3.84	12.53	3.55	3.86	4.49	4.22	16.12
財務比率										
毛利率	57.21	63.65	62.75	63.52	62.03	62.53	63.89	63.86	63.87	63.55
營業利益率	13.23	22.82	24.06	22.32	21.01	22.38	24.26	26.28	24.73	24.47
稅前淨利率	19.03	27.19	23.56	27.13	24.48	25.31	26.99	28.51	28.17	27.30
YoY(%)										
營業收入	61.03	46.69	42.06	30.17	43.09	31.69	14.97	14.39	7.15	16.16
營業毛利	68.20	69.76	50.27	38.22	54.09	43.92	15.40	16.40	7.73	19.02
營業利益	1,352.09	440.37	129.80	38.83	147.59	122.68	22.25	24.99	18.68	35.29
稅前淨利	5,720.16	140.99	57.97	99.29	130.66	75.12	14.12	38.47	11.26	29.52
稅後淨利	6,105.8	123.14	60.38	100.94	127.01	77.06	15.14	35.89	9.82	28.91
QoQ(%)										
營業收入	(1.07)	16.84	10.72	1.71		0.09	2.01	10.16	(4.73)	
營業毛利	(5.38)	29.99	9.15	2.96		(1.48)	4.23	10.11	(4.71)	
營業利益	(37.46)	101.49	16.72	(5.62)		0.32	10.61	19.33	(10.38)	
稅前淨利	6.25	66.94	(4.09)	17.14		(6.64)	8.79	16.38	(5.87)	
稅後淨利	4.72	67.48	(1.51)	16.33		(7.73)	8.91	16.24	(5.98)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

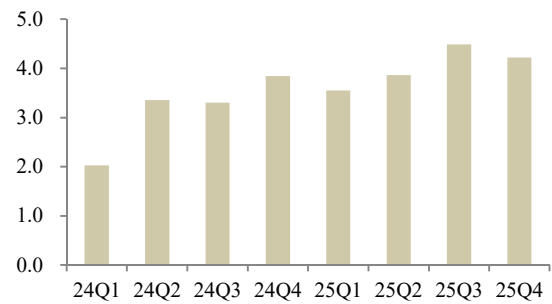
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



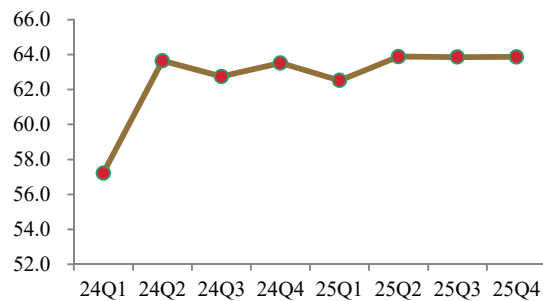
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



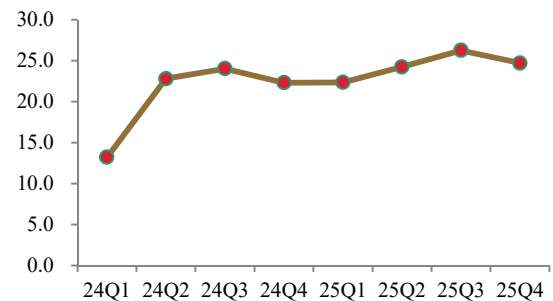
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



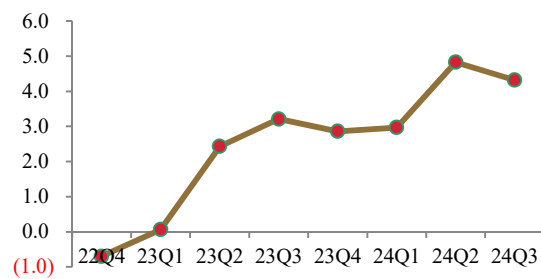
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



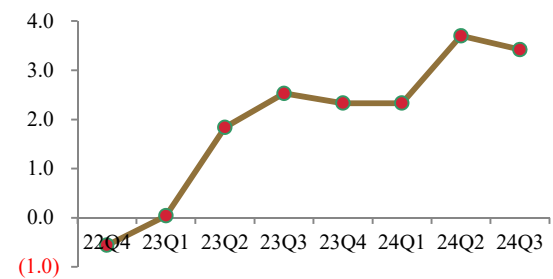
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	5,226	5,845	8,362	9,714
營業成本	2,406	2,478	3,176	3,540
營業毛利	2,820	3,366	5,187	6,173
營業費用	2,810	2,669	3,430	3,796
營業利益	14	708	1,757	2,377
營業外收支淨額	1,080	177	290	274
稅前淨利	1,095	885	2,047	2,652
稅後淨利	1,051	799	1,814	2,338
普通股股本	1,462	1,461	1,450	1,450
EPS(元)	7.41	5.57	12.53	16.12
年成長率				
營收	-40.6%	11.8%	43.1%	16.2%
營業利益	-99.2%	4821.5%	148.0%	35.3%
稅前淨利	-43.2%	-19.1%	131.3%	29.5%
母公司稅後淨利	-33.3%	-23.9%	126.9%	28.9%
獲利能力比率				
毛利率	54.0%	57.6%	62.0%	63.6%
營業利益率	0.3%	12.1%	21.0%	24.5%
稅前淨利率	20.9%	15.1%	24.5%	27.3%
稅後淨利率	20.1%	13.7%	21.7%	24.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	6,240	6,719	7,832	8,657
現金及約當現金	3,863	4,040	4,444	4,888
存貨	988	680	974	1,131
應收帳款及票據	619	966	1,382	1,605
其他流動資產	770	1,033	1,033	1,033
長期投資	432	345	345	345
固定資產	806	761	759	758
其他長期資產	3,815	4,359	4,359	4,359
資產總額	11,284	12,176	13,286	14,111
流動負債	1,661	1,842	3,505	3,942
應付帳款及票據	236	446	638	741
短期借款	0	0	0	0
什項負債	1,425	1,396	2,657	2,988
非流動負債	489	431	336	342
負債總額	2,151	2,273	3,840	4,284
普通股股本	1,462	1,461	1,450	1,450
資本公積	2,867	2,870	2,870	2,870
保留盈餘	4,759	4,746	5,127	5,549
股東權益總額	9,133	9,903	9,446	9,826

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	1,095	885	2,047	2,652
折舊及攤提費用	327	326	396	400
本期營運資金變動	(346)	(47)	(517)	(278)
其他項目	(781)	126	180	209
營運活動之現金流量	295	1,291	2,106	2,983
資本支出	(71)	(38)	(93)	(100)
本期長期投資變動	(16)	0	0	0
其他項目	419	(157)	(968)	(1,006)
投資活動之現金流量	333	(195)	(1,061)	(1,105)
短期借款及票券變動	(203)	0	0	0
舉措/償還長期借款	0	0	0	0
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	(1,314)	(877)	(641)	(1,433)
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	(1,514)	(908)	(641)	(1,433)
匯率影響數	59	(11)	0	0
本期現金流量	(827)	177	404	444
期末現金及約當現金	3,863	4,040	4,444	4,888

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	19.1%	18.7%	28.9%	30.4%
槓桿比率	23.6%	23.0%	40.7%	43.6%
流動比率	375.6%	364.8%	223.5%	219.6%
速動比率	316.1%	327.9%	195.7%	190.9%
存貨週轉率(次)	2.36	2.97	3.84	3.36
存貨週轉天數	152.22	121.19	93.76	107.00
應收帳款週轉率(次)	1.36	1.74	7.12	6.50
應收帳款週轉天數	51.27	56.92	50.53	55.35
總資產週轉率(次)	0.46	0.48	0.63	0.69
淨值週轉率(次)	0.57	0.59	0.89	0.99
股東權益報酬率	10.9%	8.4%	18.7%	24.3%
總資產報酬率	8.4%	6.8%	14.2%	17.1%
OCF／流動負債	13.2%	73.7%	78.8%	80.1%
每股比率				
每股淨值(元)	62.97	71.25	65.14	67.77
每股營收(元)	35.75	40.01	57.67	66.99
每股盈餘(元)	7.41	5.57	12.53	16.12
每股現金股利(元)	6.00	4.52	10.10	13.00
現金股利配發率	81.0%	81.0%	80.6%	80.6%

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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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