



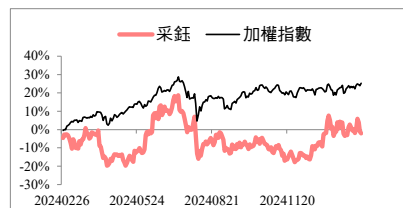
## 核心觀點

考量 25Q1 營運受傳統淡季影響而走低，手機 CIS 規格升級與車用 CIS 數量提升為營運主要動能。目前本益比約 48 倍，仍屬合理，故維持「逢低買進」之投資評等。

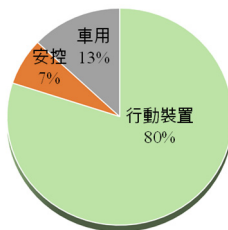
## 交易資料

收盤價	309.00
市值(億元)	980.10
流通在外股數(百萬股)	317.10
本益比	47.56
股價淨值比	5.74
240 日股價(低/均/高)	246.5/297/387.5
60 日均成交額(百萬元)	724.23

## 相對報酬率



## 2025年產品組合預估



## 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
上市公司	6%~20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	21%~40%

資料來源：證基會

研究員：祝顯軒

harrychu0615-71993@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 采鈺(6789.TT)

## 逢低買進(維持)

TP：335

25Q1 營運進入淡季，後續期待 Wi-Fi 升級與光學產品切入新應用

## 重要訊息

采鈺召開法人說明會，更新營運近況。

## 玉山觀點

**24Q4稅後EPS 1.76元，符合預期。**采鈺24Q4營收26.89億元，季減2%，年增43%，受惠手機影像感測器(CIS)農曆年提前備貨及安防CIS需求回補，稅後EPS 1.76元，符合預期。

**25Q1進入淡季+24Q4高基期，預估營收季減18%。**1月營收7億元，月減25%，年增5%，達成率31%，符合預期。展望25Q1，由於進入傳統淡季，加上客戶於Q4提前備貨墊高基期營收，營收將是全年低點。影像感測器需求穩定，但微型光學元件因客戶供應鏈調整導致市佔率與需求減少，毛利率與營益率因產能利用率下降而較24Q4下滑。預估25Q1營收22.2億元，季減18%，年增5%，毛利率32.6%，稅後EPS 1.22元。

**手機感測器CIS規格升級與車用CIS數量增加。**預估2025年手機整體銷量成長3~4%，但受惠手機鏡頭畫素持續增加，5,000萬畫素以及億級畫素以上滲透率持續提高，客戶市佔率提升，手機CIS成長率將優於手機市場成長率，預估成長5~8%。車用CIS方面，預估今年全球電動車銷量年增20%，目前車用CIS客戶以中系為主，中國電動車銷量佔全球70%，另外，受惠車用CIS數量提升，推估電動車鏡頭數量由原先的7~8顆提升至10~12顆，預估整體CIS營收年增10~15%。微型光學元件(MoE)方面，受到客戶分散供應來源，市佔率減少導致需求下滑，預估營收年減10~15%。資本支出方面，預估2025年資本支出7,000~9,000萬美元，年增89~143%，公司重點放在製程能力提升與發展奈米製程，近期引入ArF設備來建置奈米生產線。預估2025年營收107.5億元，年增7.5%，毛利率34.7%，稅後EPS 6.50元。

## 投資建議

考量25Q1營運受傳統淡季影響而走低，手機CIS規格升級與車用CIS數量提升為營運主要動能。預估2025年EPS為6.50元，目前本益比約48倍，仍屬合理，故維持「逢低買進」之投資評等，目標價335元(52倍PER\*2025年EPS)。

## 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	10,002	2,215	2,625	2,930	2,984	10,754
YoY	38.2%	5.0%	7.0%	6.5%	11.0%	7.5%
毛利率	30.5%	32.6%	34.5%	36.5%	34.5%	34.7%
營益率	20.1%	20.9%	23.2%	24.6%	22.8%	23.0%
稅後淨利	1,739	387	509	599	567	2,062
EPS(元)	5.49	1.22	1.60	1.89	1.79	6.50

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	2,215	2,625	2,215	2,625	0.00	0.00
毛利	722	906	722	906	0.00	0.00
營業利益	462	610	462	610	0.00	0.00
稅前淨利	478	628	478	628	0.00	0.00
稅後淨利	387	509	387	509	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.22	1.60	1.22	1.60	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	32.60	34.50	32.60	34.50	0.00	0.00
營益率	20.87	23.22	20.87	23.22	0.00	0.00
淨利率	21.57	23.92	21.57	23.92	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/02)

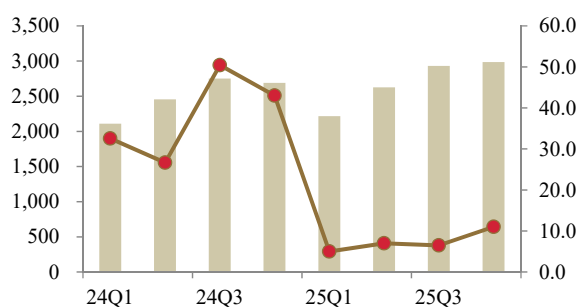
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	2,109	2,453	2,751	2,689	10,002	2,215	2,625	2,930	2,984	10,754
營業毛利	418	727	993	910	3,049	722	906	1,069	1,030	3,727
營業費用	253	283	339	322	1,197	260	296	350	351	1,257
營業利益	204	479	694	630	2,007	462	610	719	679	2,470
淨業外收支	14	13	11	28	66	16	18	21	21	75
稅前淨利	218	492	706	658	2,074	478	628	740	700	2,545
稅後淨利	182	424	576	557	1,739	387	509	599	567	2,062
EPS(元)	0.57	1.34	1.82	1.76	5.49	1.22	1.60	1.89	1.79	6.50
財務比率										
毛利率	19.84	29.65	36.10	33.86	30.48	32.60	34.50	36.50	34.50	34.65
營業利益率	9.66	19.54	25.24	23.44	20.07	20.87	23.22	24.55	22.75	22.97
稅前淨利率	10.34	20.06	25.65	24.47	20.73	21.57	23.92	25.25	23.45	23.67
YoY(%)										
營業收入	32.54	26.66	50.43	43.02	38.21	5.00	7.00	6.50	11.00	7.52
營業毛利	11.58	98.16	289.76	318.50	151.08	72.55	24.50	7.69	13.11	22.22
營業利益	147.96	210.55	1,459.51	-	621.71	126.91	27.17	3.60	7.75	23.04
稅前淨利	126.08	204.84	1,217.24	16,676.38	557.54	119.14	27.59	4.83	6.39	22.75
稅後淨利	135.8	136.02	757.56	1,626.51	388.35	112.76	20.07	3.98	1.74	18.56
QoQ(%)										
營業收入	12.21	16.30	12.13	(2.27)		(17.62)	18.52	11.61	1.86	
營業毛利	92.39	73.83	36.52	(8.34)		(20.67)	25.43	18.08	(3.72)	
營業利益	N/A	135.29	44.85	(9.25)		(26.64)	31.87	18.00	(5.61)	
稅前淨利	5,460.06	125.73	43.39	(6.78)		(27.37)	31.43	17.81	(5.40)	
稅後淨利	463.60	132.88	36.05	(3.31)		(30.55)	31.43	17.81	(5.40)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

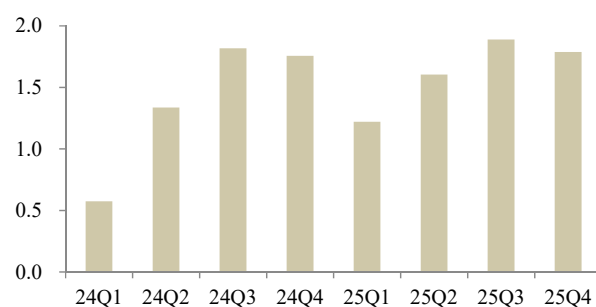
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



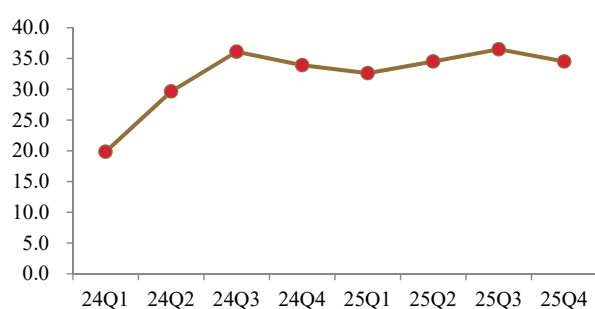
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



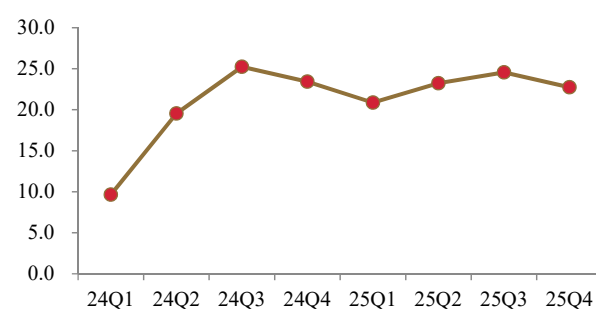
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



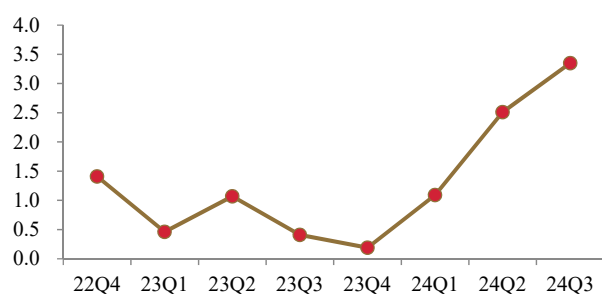
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



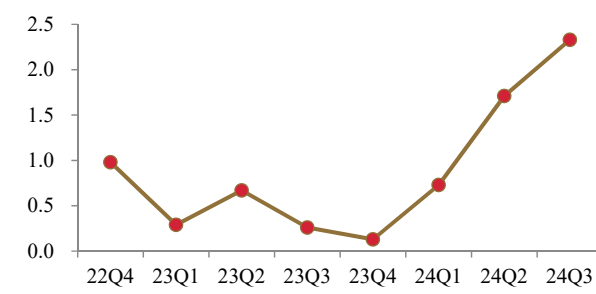
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)

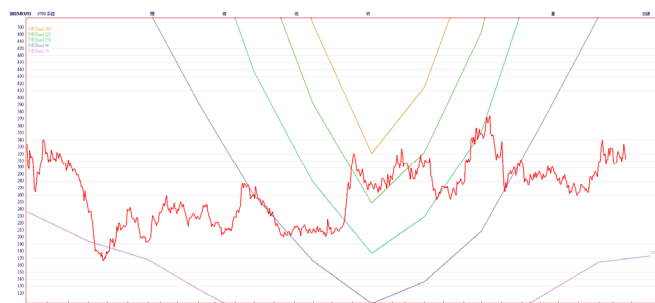


圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



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	9,077	7,237	10,002	10,754
營業成本	5,750	6,023	6,953	7,027
營業毛利	3,327	1,214	3,049	3,727
營業費用	1,313	1,008	1,197	1,257
營業利益	2,069	278	2,007	2,470
營業外收支淨額	32	37	66	75
稅前淨利	2,100	315	2,074	2,545
稅後淨利	1,766	356	1,739	2,062
普通股股本	3,155	3,166	3,173	3,173
EPS(元)	5.60	1.12	5.49	6.50
年成長率				
營收	0.5%	-20.3%	38.2%	7.5%
營業利益	-23.6%	-86.6%	621.7%	23.0%
稅前淨利	-22.3%	-85.0%	557.5%	22.7%
母公司稅後淨利	-18.4%	-79.8%	388.3%	18.6%
獲利能力比率				
毛利率	36.7%	16.8%	30.5%	34.7%
營業利益率	22.8%	3.8%	20.1%	23.0%
稅前淨利率	23.1%	4.4%	20.7%	23.7%
稅後淨利率	19.5%	4.9%	17.4%	19.2%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	13,278	14,078	15,560	16,740
現金及約當現金	11,949	12,467	13,422	14,500
存貨	85	107	182	195
應收帳款及票據	764	903	1,184	1,273
其他流動資產	479	602	772	772
長期投資	0	0	0	0
固定資產	11,920	10,742	8,772	8,420
其他長期資產	403	358	408	408
資產總額	25,600	25,179	24,740	25,568
流動負債	3,637	3,928	4,701	5,054
應付帳款及票據	302	271	279	301
短期借款	0	0	0	0
什項負債	3,334	3,657	4,421	4,754
非流動負債	5,073	4,619	1,975	1,667
負債總額	8,710	8,547	6,676	6,721
普通股股本	3,155	3,166	3,173	3,173
資本公積	7,305	7,311	7,314	7,314
保留盈餘	6,430	6,155	7,577	8,369
股東權益總額	16,890	16,631	18,064	18,847

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	2,100	315	2,074	2,545
折舊及攤提費用	2,334	3,104	2,894	2,802
本期營運資金變動	434	-466	-99	-82
其他項目	-580	-293	-152	-164
營運活動之現金流量	4,289	2,660	4,717	5,101
資本支出	-4,126	-2,165	-1,173	-2,450
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-9	129	180	-314
投資活動之現金流量	-4,136	-2,036	-993	-2,764
短期借款及票券變動	0	0	0	0
舉措/償還長期借款	2,503	693	-2,296	-308
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	6,739	0	0	0
發行現金股利	-587	-631	-317	-952
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	8,564	-106	-2,769	-1,260
匯率影響數	0	0	0	0
本期現金流量	8,717	518	955	1,078
期末現金及約當現金	11,949	12,467	13,422	14,500

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	34.0%	33.9%	27.0%	23.3%
槓桿比率	51.6%	51.4%	37.0%	30.4%
流動比率	365.1%	358.4%	331.0%	311.4%
速動比率	362.8%	355.7%	327.1%	307.6%
存貨週轉率(次)	63.38	62.83	48.26	37.30
存貨週轉天數	5.68	5.73	7.46	9.65
應收帳款週轉率(次)	3.93	5.05	8.23	8.76
應收帳款週轉天數	45.84	43.53	45.50	41.12
總資產週轉率(次)	0.35	0.29	0.40	0.44
淨值週轉率(次)	0.54	0.44	0.55	0.57
股東權益報酬率	13.7%	2.1%	10.0%	11.2%
總資產報酬率	8.7%	1.4%	7.0%	8.4%
OCF/流動負債	137.0%	70.3%	109.3%	104.6%
每股比率				
每股淨值(元)	53.53	52.53	56.95	59.40
每股營收(元)	28.77	22.86	31.52	33.89
每股盈餘(元)	5.60	1.12	5.49	6.50
每股現金股利(元)	2.00	1.00	3.00	4.00
現金股利配發率	35.7%	88.8%	54.6%	61.6%

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](http://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