



## 研究報告

## 兆利(3548.TT)

## 未評等

摺疊 NB 25Q2 將亮相，且 MIM 滲透率提升，營運表現優於市況

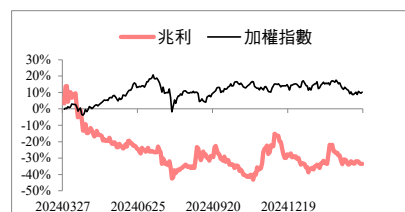
## 核心觀點

受惠於 X6 訂單穩健，且 X7、NOVA 等新機於 25H2 推出，帶動兆利 3C 營收表現優於摺疊手機市況，且摺疊 NB 亮相、MIM 滲透率提升為主要營運亮點。

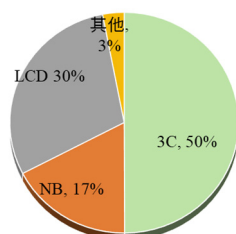
## 交易資料

收盤價	167.50
市值(億元)	110.70
流通在外股數(百萬股)	66.10
本益比	18.78
股價淨值比	1.75
240 日股價(低/均/高)	131.5/185.3/296
60 日均成交額(百萬元)	313.28

## 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	企業 治理	社會 承諾	環境 參與	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

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 重要訊息

更新營運近況。

## 玉山觀點

**舊機種加單、新機種出貨，營收表現亮眼。**24Q4 營收 27.7 億元，QoQ+28.8%、YoY+17.9%，成長動能來自於華為 X5 摺疊手機加單以及 X6 開始放量出貨，毛利率則下滑 0.4ppt 至 15.4%，主要因客戶加單導致產品線轉換以及新機產能爬坡速度較慢所致，稅後 EPS 為 2.65 元。

**2025 年摺疊手機市場呈現小幅衰退，華為則提升市占率。**根據研調機構預估，2025 年摺疊手機市場將衰退約 4%，主要因三星摺疊機需求不如預期，不過華為持續增加摺疊手機採購量，市占率將緩步提升，相關供應鏈受惠。

**華為摺疊 NB 推出，為兆利 2025 年營運成長動能。**展望 2025 年，兆利各產品線展望如下：(1) 摺疊手機目前產品為 X5、X6、Pocket 2，其中 X6 已於 24Q4 放出貨，且訂單穩健，出貨量有望持平 X5，為上半年主要營收成長來源，下半年則推測有 X7 以及新款平價小型機種，預估兆利全年摺疊手機出貨量將小幅年增，惟考量到新機換代降價，故 3C 事業群營收僅年持平。(2) NB 為今年主要成長動能，主因華為將推出摺疊 NB，而公司為軸承研發廠商，故為獨家供應商，且因軸承體積較大、設計更精密，ASP 將明顯高於傳統 NB 軸承，且依據目前華為出貨指引，預估將帶動 NB 事業群營收成長 30~50%。LCD 則受到客戶調整供應鏈影響，將呈現雙位數衰退。兆利積極擴增 MIM 機台以取代傳統 CNC 機台，截至 2024 年底，MIM 製程滲透率僅 10%，今年則將穩定向上，為未來毛利率提升關鍵因素，費用率方面，則因為新品研發費用仍高以及 MIM 機台折舊、管理費用提升，預估全年費用率為 10.8%。

## 投資建議

受惠於 X6 訂單穩健，且 X7、平價小型機款等有望於 25H2 推出，帶動兆利 3C 營收表現優於摺疊手機市況，且摺疊 NB 亮相、MIM 滲透率提升為主要營運亮點，預估 2025 年 EPS 預估為 8.92 元。

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	9,578	2,652	2,207	2,365	2,785	10,009
YoY	16.5%	11.5%	-3.4%	10.1%	0.7%	4.5%
毛利率	16.6%	16.8%	17.1%	17.3%	17.5%	17.2%
營益率	5.7%	6.3%	6.5%	6.1%	6.5%	6.3%
稅後淨利	576	143	124	158	165	590
EPS(元)	8.72	2.16	1.88	2.39	2.49	8.92

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	2,652	2,207	2,652	2,207	0.00	0.00
毛利	446	377	446	377	0.00	0.00
營業利益	166	144	166	144	0.00	0.00
稅前淨利	199	172	199	172	0.00	0.00
稅後淨利	143	124	143	124	0.00	0.00
每股盈餘(元)	2.16	1.88	2.16	1.88	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	16.81	17.10	16.81	17.10	0.00	0.00
營業率	6.26	6.51	6.26	6.51	0.00	0.00
淨利率	7.49	7.82	7.49	7.82	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/03)

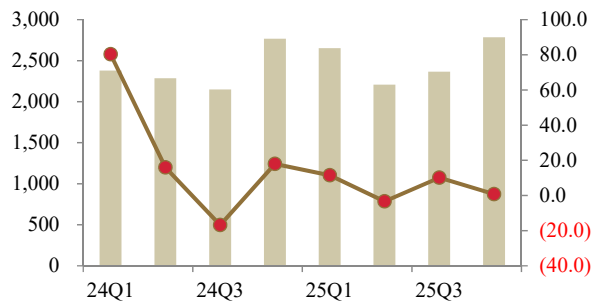
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	2,379	2,285	2,149	2,766	9,578	2,652	2,207	2,365	2,785	10,009
營業毛利	402	419	339	426	1,586	446	377	408	486	1,718
營業費用	239	242	260	296	1,037	280	234	265	305	1,083
營業利益	163	177	79	130	549	166	144	143	181	634
淨業外收支	64	53	46	99	262	33	29	76	47	185
稅前淨利	226	230	126	229	811	199	172	219	229	819
稅後淨利	165	164	72	175	576	143	124	158	165	590
EPS(元)	2.50	2.48	1.09	2.65	8.72	2.16	1.88	2.39	2.49	8.92
財務比率										
毛利率	16.88	18.36	15.79	15.40	16.56	16.81	17.10	17.25	17.47	17.16
營業利益率	6.84	7.76	3.69	4.70	5.73	6.26	6.51	6.06	6.51	6.34
稅前淨利率	9.51	10.07	5.85	8.28	8.47	7.49	7.82	9.27	8.21	8.18
YoY(%)										
營業收入	80.32	15.91	(16.87)	17.92	16.51	11.50	(3.41)	10.07	0.68	4.50
營業毛利	137.56	38.85	(34.26)	(14.15)	6.94	11.00	(10.01)	20.26	14.18	8.28
營業利益	10,081.97	86.00	(70.24)	(42.64)	(6.94)	2.11	(19.02)	80.46	39.55	15.47
稅前淨利	1,394.51	26.06	(59.47)	(0.57)	9.87	(12.17)	(25.00)	74.41	(0.20)	0.99
稅後淨利	4,630.4	33.93	(68.25)	(3.73)	7.68	(13.41)	(24.29)	118.51	(5.97)	2.29
QoQ(%)										
營業收入	1.39	(3.95)	(5.96)	28.75		(4.13)	(16.79)	7.17	17.77	
營業毛利	(19.07)	4.42	(19.11)	25.59		4.64	(15.34)	8.10	19.24	
營業利益	(28.26)	9.03	(55.23)	63.82		27.71	(13.53)	(0.24)	26.68	
稅前淨利	(1.83)	1.71	(45.35)	82.21		(13.28)	(13.14)	27.08	4.26	
稅後淨利	(9.15)	(0.67)	(55.97)	142.28		(18.29)	(13.14)	27.08	4.26	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

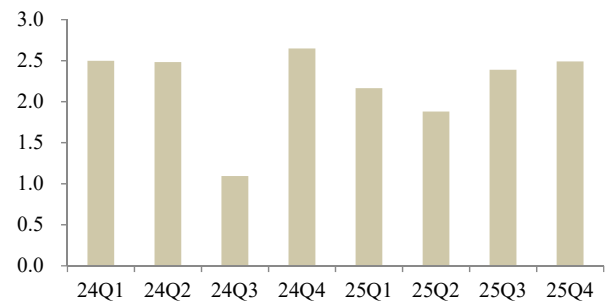
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



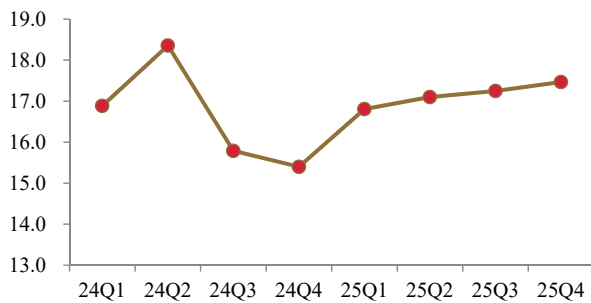
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



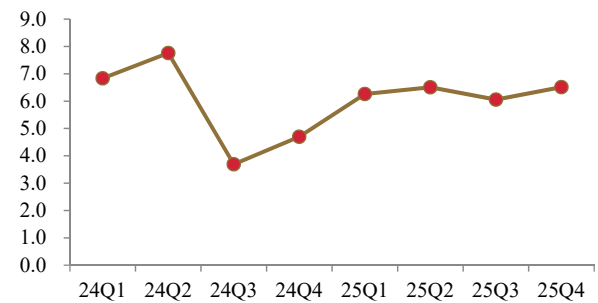
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



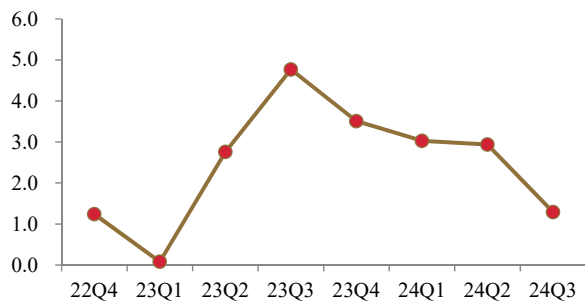
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



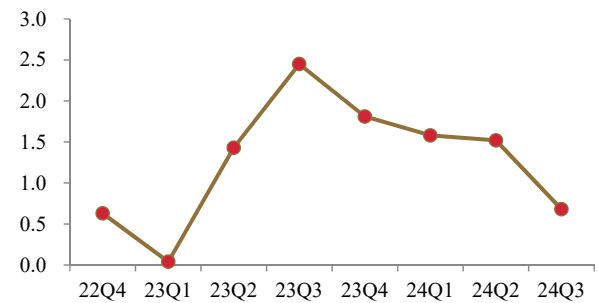
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	7,021	8,221	9,578	10,009
營業成本	5,617	6,737	7,992	8,291
營業毛利	1,404	1,483	1,586	1,718
營業費用	951	893	1,037	1,083
營業利益	453	590	549	634
營業外收支淨額	272	148	262	185
稅前淨利	724	738	811	819
稅後淨利	474	535	576	590
普通股股本	601	648	661	661
EPS(元)	7.88	8.26	8.72	8.92
年成長率				
營收	-5.7%	17.1%	16.5%	4.5%
營業利益	96.9%	30.4%	-6.9%	15.5%
稅前淨利	150.7%	1.9%	9.9%	1.0%
母公司稅後淨利	91.3%	12.9%	7.7%	2.3%
獲利能力比率				
毛利率	20.0%	18.0%	16.6%	17.2%
營業利益率	6.4%	7.2%	5.7%	6.3%
稅前淨利率	10.3%	9.0%	8.5%	8.2%
稅後淨利率	6.8%	6.5%	6.0%	5.9%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	6,078	7,019	8,150	8,509
現金及約當現金	2,841	2,967	3,457	3,613
存貨	679	867	1,010	1,056
應收帳款及票據	2,395	3,019	3,517	3,675
其他流動資產	162	166	166	166
長期投資	0	0	0	0
固定資產	2,454	2,540	2,540	2,467
其他長期資產	530	606	606	606
資產總額	9,053	10,156	11,288	11,574
流動負債	3,540	4,538	5,816	5,248
應付帳款及票據	1,574	2,431	2,833	2,960
短期借款	516	630	734	767
什項負債	1,450	1,476	1,892	1,708
非流動負債	934	356	105	57
負債總額	4,474	4,893	5,921	5,305
普通股股本	601	648	661	661
資本公積	1,385	1,715	1,715	1,715
保留盈餘	2,639	2,988	3,564	4,154
股東權益總額	4,579	5,263	5,367	6,269

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	724	738	811	819
折舊及攤提費用	323	348	323	323
本期營運資金變動	286	104	-240	-76
其他項目	-185	-216	-252	-263
營運活動之現金流量	1,149	973	1,149	1,149
資本支出	-92	-203	-92	-92
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-107	-259	-107	-107
投資活動之現金流量	-199	-461	-199	-199
短期借款及票券變動	-209	121	104	33
舉措/償還長期借款	-175	-217	-250	-49
發行/償還公司債	437	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-120	-180	-292	0
其他項目	0	0	-1	0
融資活動之現金流量	-119	-322	-439	-16
匯率影響數	123	-64	0	0
本期現金流量	953	126	490	155
期末現金及約當現金	2,841	2,967	3,457	3,613

重要財務比率	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	49.4%	48.2%	49.4%	49.4%
槓桿比率	97.7%	93.0%	110.3%	84.6%
流動比率	171.7%	154.7%	140.1%	162.1%
速動比率	152.5%	135.6%	122.8%	142.0%
存貨週轉率(次)	7.57	8.72	8.52	8.03
存貨週轉天數	47.55	41.30	42.28	44.84
應收帳款週轉率(次)	1.87	2.15	2.93	2.78
應收帳款週轉天數	135.33	145.55	122.83	129.35
總資產週轉率(次)	0.78	0.81	0.78	0.78
淨值週轉率(次)	1.53	1.56	1.78	1.60
股東權益報酬率	10.9%	10.9%	10.8%	10.1%
總資產報酬率	5.2%	5.6%	5.2%	5.2%
OCF/流動負債	29.5%	24.1%	29.5%	29.5%
每股比率				
每股淨值(元)	76.18	79.62	81.20	94.85
每股營收(元)	116.77	126.83	144.92	151.44
每股盈餘(元)	7.88	8.26	8.72	8.92
每股現金股利(元)	3.00	4.50	0.00	0.00
現金股利配發率	38.1%	54.5%	0.0%	0.0%

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