

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	214.00 元
目標價	
3 個月	200.00 元
12 個月	200.00 元

天鈺(4961 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

2025/02/04	Buy	224.0
2024/08/12	Trading Buy	238.5
2024/05/13	Buy	267.0
2024/05/02	Buy	246.0
2024/02/21	Trading Buy	254.5

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,213
市值(億元)	260
目前每股淨值(元)	147.68
外資持股比(%)	18.24
投信持股比(%)	11.11
董監持股比(%)	1.03
融資餘額(張)	1,516
現金股息配發率(%)	80.04

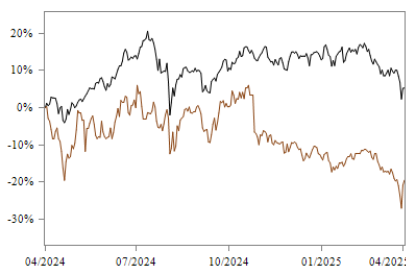
產品組合



- 顯示器驅動IC:73.43%
- 電源管理IC:14.54%
- 其他相關半導體:12.03%

股價相對大盤走勢

— 4961 — TWSE



關稅政策恐將導致客戶需求減少，因此下調至 Neutral。

投資建議：天鈺主要營收來源還是來自顯示器驅動 IC，但公司期望透過分散產品線與技術升級，降低單一市場波動風險。電源管理方面，全球電源管理 IC 需求每年穩定成長，應用層面廣泛，公司每季都有新產品推出，包括應用於 BLDC 直流無刷馬達的電源管理 IC，且開拓印度市場。小尺寸則受惠手機 OLED 量產出貨，營收在 2024 年明顯增加。EPD 和 ESL 出貨量動能持續，市佔率穩坐第一，目前 E5 ESL 出貨佔比達 70%，大型零售業者持續導入。總體經濟因素的干擾仍在，關稅政策恐將導致客戶需求減少，因此下調至 Neutral。

天鈺 4Q24 稅後 EPS 3.79 元：4Q24 主要成長動力為 Power IC/DSP IC。天鈺 4Q24 營收 51.46 億元，QoQ-3.03%，產品比重，大/中尺寸顯示器驅動 IC 約佔 27.78%、電源管理 IC 約佔 11.02%、小尺寸顯示器驅動 IC 約佔 40.18%、其他相關半導體約佔 20.81%。4Q24 毛利率方面，因產品組合的變化，和價格壓力，使天鈺 4Q24 毛利率較 3Q24 減少 2.04 個百分點至 26.03%，天鈺 4Q24 稅後 EPS 3.79 元。天鈺 2024 年全年營收為 192.00 億元，YoY+17.89%，毛利率為 28.61%，營益率 11.48%，毛利率與營益率遜於 2023 年 32.43%、14.40%，主要是 2024 年毛利率較低的手機佔比提升，稅後 EPS 16.08 元。

預估 1Q25 稅後 EPS 3.77 元：1Q25 各個產線方面，其他半導體產品及 Mobile IC 將有不錯表現，ESL 四色市場將維持高度成長，有望再締新猷。天鈺自結 03/2025 營收為 17.94 億元，MoM+21.52%，YoY+15.57%。因春節假期呈現月減。02~03/2025 將回到正常軌跡。1Q25 毛利率方面，DDI 不分應用，毛利率和 ASP 的壓力都非常大。PMIC 方面也陸續感受到來自 IDM 及中系競爭對手的價格壓力。預估天鈺稅後 EPS 3.77 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	19,200	19,544	19,536	3,723	5,023	5,307	5,146	4,661	4,762	5,101	5,020	4,480
營業毛利淨額	5,493	5,446	5,471	1,114	1,543	1,490	1,346	1,263	1,281	1,421	1,481	1,249
營業利益	2,203	2,180	2,053	383	705	619	497	452	485	585	658	465
稅後純益	1,946	2,147	1,892	384	594	508	460	457	490	568	632	434
稅後 EPS(元)	16.04	17.70	15.60	3.17	4.90	4.18	3.79	3.77	4.04	4.68	5.21	3.58
毛利率(%)	28.61%	27.87%	28.01%	29.93%	30.71%	28.07%	26.16%	27.10%	26.89%	27.86%	29.50%	27.88%
營業利益率(%)	11.48%	11.15%	10.51%	10.28%	14.03%	11.66%	9.66%	9.70%	10.19%	11.46%	13.10%	10.38%
稅後純益率(%)	10.14%	10.99%	9.69%	10.32%	11.83%	9.56%	8.94%	9.80%	10.29%	11.14%	12.59%	9.69%
營業收入 YoY/QoQ(%)	17.89%	1.79%	-0.04%	-1.18%	34.92%	5.66%	-3.03%	-9.43%	2.15%	7.13%	-1.59%	-10.77%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.49%	10.33%	-11.88%	-28.35%	54.63%	-14.54%	-9.32%	-0.77%	7.27%	15.96%	11.27%	-31.34%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 12.13 億元計算。

天鈺 ESG：

2021 年是天鈺永續元年，規畫一系列政策，從環境、社會、公司經營達成公司永續(sustainability)發展。公司的永續使命可分為 6 項，價值共創：秉持永續經營理念，透過管理、行銷、高新技術上的創新，持續提升公司市場競爭力，提供兼具社會福祉、環境保護之高新技術產品服務，貫徹天鈺品牌願景「Drive your heart, Power your life」。

責任共擔：在恪遵各地法規及落實誠信經營的前提下，持續提升營運風險／機會之評估及應對，優化外部溝通管道，建立便利、迅速、準確且安全的資訊網，進行有效的利害關係人溝通與議合，培養企業永續發展應具備的核心素質與態度。

夥伴共榮：產品於售後服務、品質與安全方面，能獲得客戶及使用者的滿意及肯定；在發展員工人權、誠信道德及環境保護等永續議題上，更進一步要求至供應鏈，建立經濟、社會與環境相互依存的永續夥伴關係。效的利害關係人溝通與議合，培養企業永續發展應具備的核心素質與態度。

環境共生：因應氣候變遷等國際環境議題的挑戰，以綠色創新視野，提升營運時資源利用及污染防治能力，致力推動綠色辦公與綠色製造，於產品生命週期中，減少對環境的衝擊，發展公司綠色經濟的契機。

勞資共好：確保員工受到尊重並享有尊嚴，落實員工關懷並提供員工優質、安全及健康的工作環境，重視人才管理與員工關懷，吸引全球優秀人才攜手成長。

社會共融：結合公司與同仁資源，積極投入弱勢關懷、種子培育等社會回饋活動，發揮企業影響，促進和諧共融社會。天鈺參與《e 啟讀出未來》，與桃園市政府、元太科技及各個電子紙生態圈的夥伴共襄盛舉，響應聯合國永續發展目標(SDGs)。

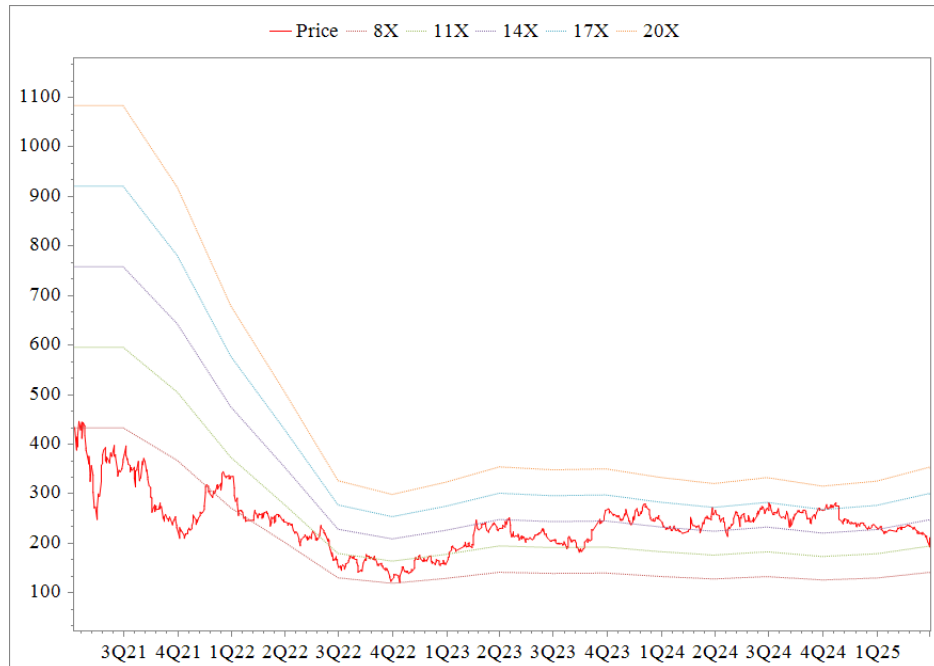
圖一、天鈺 ESG Performance Highlights

2021 Performance Highlights



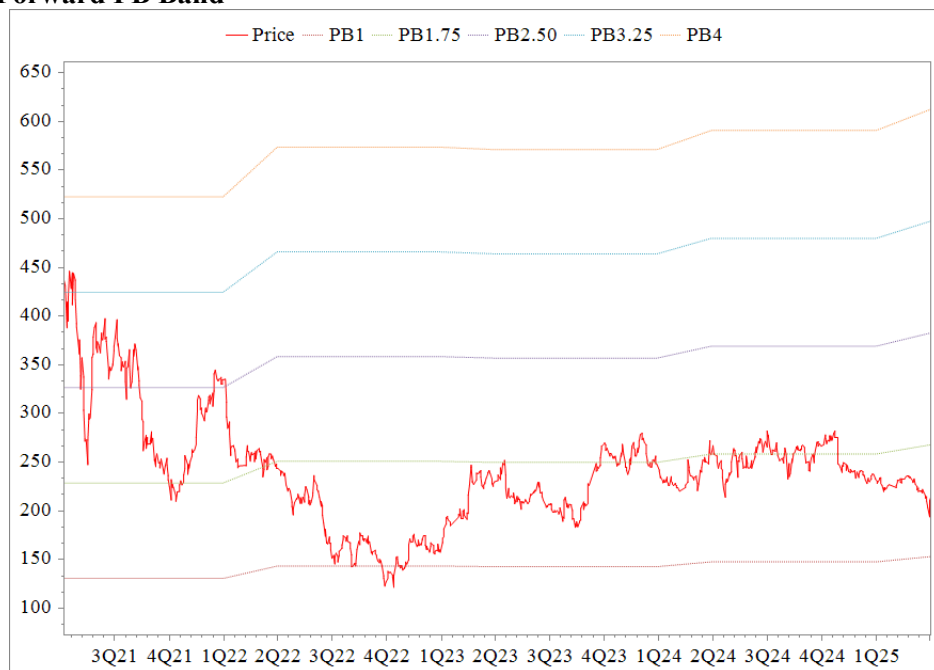
資料來源：天鈺，群益預估彙整

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 4 月 7 日

5

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F	(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	25,455	24,872	26,670	27,318	27,909	營業收入淨額	19,680	16,287	19,200	19,544	19,536
流動資產	21,818	17,308	18,951	17,161	20,605	營業成本	12,535	11,004	13,707	14,098	14,064
現金及約當現金	6,759	1,934	1,780	2,969	4,129	營業毛利淨額	7,145	5,282	5,493	5,446	5,471
應收帳款與票據	2,659	2,297	3,388	2,665	3,482	營業費用	3,276	2,936	3,289	3,266	3,419
存貨	2,507	1,946	2,480	1,883	3,470	營業利益	3,869	2,346	2,203	2,180	2,053
採權益法之投資	--	--	--	0	0	EBITDA	4,287	3,117	3,195	3,153	2,846
不動產、廠房設備	1,055	1,029	1,061	1,015	1,048	業外收入及支出	3	233	189	407	227
負債總計	4,312	3,676	4,253	4,333	4,427	稅前純益	3,956	2,802	2,816	2,587	2,280
流動負債	4,066	3,246	3,486	2,808	3,152	所得稅	687	435	324	440	388
應付帳款及票據	1,892	1,830	2,247	1,479	1,537	稅後純益	3,070	2,150	1,946	2,147	1,892
非流動負債	246	430	767	1,877	1,568	稅後 EPS(元)	25.31	17.73	16.04	17.70	15.60
權益總計	21,144	21,196	22,417	22,985	23,482	完全稀釋 EPS**	25.32	17.73	16.05	17.71	15.60
普通股股本	1,865	1,213	1,213	1,213	1,213	註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。					
保留盈餘	6,952	7,520	8,178	9,308	9,806	註 2：稅後 EPS 以股本 12.13【最新股本】億元計算					
母公司業主權益	17,395	17,319	17,913	18,561	19,059	註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.136 億元計算					
負債及權益總計	25,455	24,872	26,670	27,318	27,909						

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-13.94%	-17.25%	17.89%	1.79%	-0.04%
營業毛利淨額	-33.00%	-26.07%	3.98%	-0.85%	0.46%
營業利益	-49.87%	-39.36%	-6.08%	-1.07%	-5.84%
稅後純益	-47.54%	-29.97%	-9.49%	10.33%	-11.88%

獲利能力分析(%)

毛利率	36.31%	32.43%	28.61%	27.87%	28.01%
EBITDA(%)	21.78%	19.14%	16.64%	16.13%	14.57%
營益率	19.66%	14.40%	11.48%	11.15%	10.51%
稅後純益率	15.60%	13.20%	10.14%	10.99%	9.69%
總資產報酬率	12.06%	8.65%	7.30%	7.86%	6.78%
股東權益報酬率	14.52%	10.14%	8.68%	9.34%	8.06%

償債能力檢視

負債比率(%)	16.94%	14.78%	15.95%	15.86%	15.86%
負債/淨值比(%)	20.39%	17.34%	18.97%	18.85%	18.85%
流動比率(%)	536.63%	533.27%	543.58%	611.18%	653.68%

其他比率分析

存貨天數	85.10	73.85	58.93	56.49	69.47
應收帳款天數	71.25	55.54	54.04	56.52	57.42

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	5,637	2,996	1,231	4,934	810
稅前純益	3,956	2,802	2,816	2,587	2,280
折舊及攤銷	392	535	633	477	469
營運資金變動	1,653	861	-1,208	684	-2,345
其他營運現金	-365	-1,203	-1,010	1,186	406
投資活動現金	-5,811	-5,377	-279	-10,605	-2,243
資本支出淨額	-668	-378	-432	-523	-522
長期投資變動	-3,726	-6,644	117	-4,962	-4,606
其他投資現金	-1,416	1,645	35	-5,120	2,886
籌資活動現金	-278	-2,281	-1,404	3,851	2,593
長借/公司債變動	0	0	0	1,390	-309
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,165	-1,582	-1,288	-1,561	-1,394
其他籌資現金	2,887	-698	-115	4,022	4,297
淨現金流量	-283	-4,825	-154	-1,821	1,160
期初現金	7,042	6,759	1,934	4,789	2,969
期末現金	6,759	1,934	1,780	2,969	4,129

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 7 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	3,767	3,723	5,023	5,307	5,146	4,661	4,762	5,101	5,020	4,480	4,915	5,086
營業成本	2,495	2,609	3,480	3,818	3,800	3,398	3,481	3,680	3,539	3,231	3,520	3,624
營業毛利淨額	1,273	1,114	1,543	1,490	1,346	1,263	1,281	1,421	1,481	1,249	1,395	1,462
營業費用	691	731	838	871	849	811	795	837	823	784	860	890
營業利益	581	383	705	619	497	452	485	585	658	465	535	572
業外收入及支出	99	141	139	168	164	98	105	100	104	58	55	60
稅前純益	680	524	844	787	661	550	590	685	762	523	590	632
所得稅	68	75	110	103	37	94	100	116	129	89	100	107
稅後純益	536	384	594	508	460	457	490	568	632	434	490	524
最新股本	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213	1,213
稅後EPS(元)	4.42	3.17	4.90	4.18	3.79	3.77	4.04	4.68	5.21	3.58	4.04	4.32

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.78%	29.93%	30.71%	28.07%	26.16%	27.10%	26.89%	27.86%	29.50%	27.88%	28.38%	28.74%
營業利益率(%)	15.43%	10.28%	14.03%	11.66%	9.66%	9.70%	10.19%	11.46%	13.10%	10.38%	10.88%	11.24%
稅後純益率(%)	14.23%	10.32%	11.83%	9.56%	8.94%	9.80%	10.29%	11.14%	12.59%	9.69%	9.96%	10.31%

QoQ(%)

營業收入淨額	-11.18%	-1.18%	34.92%	5.66%	-3.03%	-9.43%	2.15%	7.13%	-1.59%	-10.77%	9.72%	3.47%
營業利益	-10.60%	-34.15%	84.03%	-12.19%	-19.63%	-9.04%	7.30%	20.45%	12.52%	-29.30%	15.02%	6.85%
稅前純益	-14.57%	-23.00%	61.01%	-6.72%	-15.99%	-16.77%	7.27%	15.96%	11.27%	-31.34%	12.78%	7.06%
稅後純益	-12.29%	-28.35%	54.63%	-14.54%	-9.32%	-0.77%	7.27%	15.96%	11.27%	-31.34%	12.78%	7.06%

YoY(%)

營業收入淨額	-8.78%	-5.43%	15.71%	25.13%	36.61%	25.20%	-5.20%	-3.89%	-2.45%	-3.90%	3.23%	-0.30%
營業利益	75.84%	-22.05%	13.08%	-4.86%	-14.47%	18.14%	-31.12%	-5.52%	32.27%	2.81%	10.20%	-2.23%
稅前純益	108.14%	-3.54%	7.96%	-1.20%	-2.83%	5.02%	-30.03%	-13.02%	15.20%	-4.96%	-0.08%	-7.75%
稅後純益	53.83%	-8.63%	2.00%	-16.95%	-14.15%	18.90%	-17.51%	11.93%	37.36%	-4.96%	-0.08%	-7.75%

註1：稅後EPS以股本12.13億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。