



個股報告

原相(3227)

20Q3 展望正向，全年高增長無虞，但評價合理

投資評等

目標價

區間操作

\$230

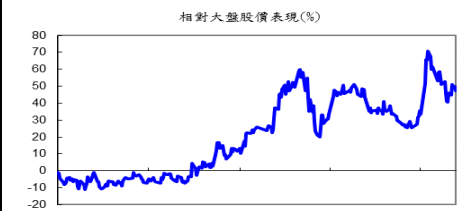
前次投資建議 2020.05.11：
「逢低買進」，目標價：\$200

報告日期：2020.08.10

研究員：柯善耀

摘要及調整原因

- 20Q2 財報小幅優於預期，因 TWS 需求回溫。
- 20Q3 展望正向，小幅上修 2020 年獲利預估 2%。

基本資料			結論與建議	
2020/08/07 收盤價：	204.5		➢ 原相 20Q2 營收 18.03 億元，QoQ+6.3%，表現優於季增 5%以內的展望，主要受惠於季末 TWS 晶片業務的回溫，20Q2 毛利率下滑 1 個百分點至 56.5%，主要因高毛利電競滑鼠的貢獻下滑，營益率則在營收表現擴大，以及費用控管得宜下上升至 19.3%，季成長 1.5 個百分點，淨利 2.78 億元，QoQ+3%，YoY+64.8%，EPS 2.03 元。	
股本(百萬股)	139			
市值(NT\$ 百萬)	28,490			
董監持股比例	6.53%			
不受大股東控制股數(千張)	140		➢ 原相 20Q3 的營運展望為季增 10%，整體營運存在旺季效應，上季疲弱的滑鼠業務在疫情受控下回溫成為主要的營運動能，電競與 TOG 滑鼠需求強勁，整體滑鼠業務預計成長 15%，遊戲機業務則進入旺季貢獻持續增長，安防 Sensor 雖受限於晶圓廠產能，但客戶需求強勁，預期將成長 20%以上，穿戴式產品亦隨疫情穩定下出貨回溫。	
近期股價表現				
	個股表現	相對大盤		
一週	2.25%	0.94%		
一月	-8.15%	-13.55%	➢ 反應 20Q2 財報優於預期，以及 20Q3 展望正向，滑鼠業務、穿戴式裝置、遊戲機、安防產品皆具有旺季效應，小幅上修 2020 年原相的獲利預估，預期 2020 年營收 73.16 億元，YoY+20.4%，營益率擴張至 20.2%，淨利 12.73 億元，YoY+52.2%，EPS 9.13 元，獲利上修幅度約 2%。	
一季	20.36%	1.09%		
法人持股				
		持股比例		
外資		19.80%	➢ 在滑鼠、遊戲機業務回溫，新應用與新客戶發酵下，2020 年獲利高增長無虞，不過目前評價並未低估，且 Q4 在基期已高下，營運年增速可能放緩，投資評等下調至「區間操作」，目標價 230 元(25X 20(F)PER)，潛在上漲空間 12.4%。	
投信		5.75%		
自營商		3.40%		
融資券餘額				
(張數)		餘 額		
融資餘額		13,930		
融券餘額		392		
				

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	55.1	7.7	9.2	21.5	8.6	22.1	6.32	19.6	4.5	16.0	12.9	2.5
2019	60.8	10.2	9.7	5.1	8.4	-2.6	6.10	-3.4	5.3	15.6	23.7	2.7
2020(F)	73.2	20.4	14.8	52.9	12.7	52.2	9.13	49.8	5.4	23.1	22.4	4.9

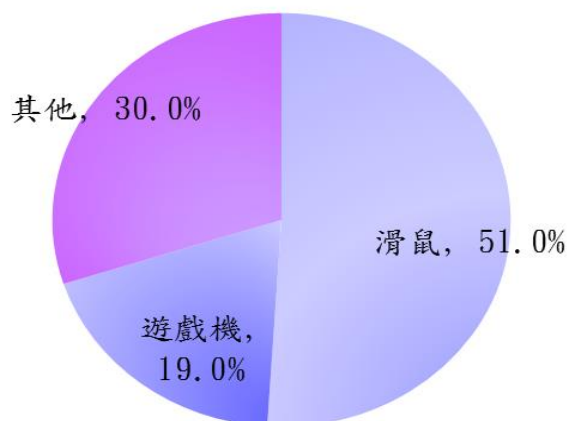
資料來源：CMoney；兆豐國際預估

營運分析

原相為 IC 設計公司，以發展 CMOS 影像感測技術相關應用為主

原相科技為國內著名 IC 設計公司，致力於 CMOS 影像感測等技術與產品的開發，並將其應用至滑鼠、遊戲機、穿戴式裝置、醫療、汽車等領域，此外，原相在 2019 年將藍芽音訊晶片事業分割成立原睿科技，將受惠於 TWS 耳機市場成長的趨勢。目前滑鼠與遊戲機應用為公司主力產品 20Q2 占比為 51% 與 19%，TWS 耳機、安防、穿戴式裝置(心跳感測、血氧感測等)、汽車應用等則合計為其他類別營收，總計占營收比重為 30%。

圖一、原相 20Q2 產品比重



資料來源：原相；兆豐國際預估

20Q2 獲利表現小幅優於預期，疫情導致產品組合轉差，毛利率下滑

原相 20Q2 營收 18.03 億元，QoQ+6.3%，YoY+30.9%，表現優於季增 5% 以內的營運展望，主要受惠於季末 TWS 晶片業務的回溫，以及遊戲機業務在任天堂推出新款遊戲「動物之森」後再度讓 Switch 熱賣所帶動，滑鼠業務則受到疫情的拖累，導致營收貢獻下滑，20Q2 毛利率下滑 1 個百分點至

20Q1 原相獲利小幅優於預期，疫情導致產品組合轉差

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

56.5%，主要因高毛利電競滑鼠的貢獻下滑所拖累，營益率則在營收表現擴大，以及費用控管得宜下上升至 19.3%，季成長 1.5 個百分點，業外受匯損拖累導致虧損 1,060 萬元，淨利 2.78 億元，QoQ+3%，YoY+64.8%，EPS 2.03 元。

表一、20Q2 原相獲利小幅優於預期

原相 20Q2 損益差異分析

單位：百萬元

項目	實際值	原估計	差異幅度	差異原因
營收	1,803	1,728	4.3%	TWS 晶片於季末回溫
毛利	1,019	982	3.8%	
毛利率	56.53%	58.10%		疫情導致高毛利率電競滑鼠占比下滑
營業利益	348	307	13.4%	
營業利益率	19.32%	18.50%	4.4%	營收規模擴大，以及費用控管得宜
業外收支淨額	(11)	30		匯損 2,000 多萬拖累
稅後淨利	278	273	1.9%	
EPS(元)	2.03	1.87	8.6%	

資料來源：原相；兆豐國際預估

20Q3 營運展望持續向上，營運具旺季效應，滑鼠、安防產品與遊戲機試營運動能

20Q3 展望季增 10%，滑鼠、安防產品、遊戲機是主要動能

原相 20Q3 的營運展望為季成長 10%，整體營運存在旺季效應，上季疲弱的滑鼠業務在疫情受控下回溫成為主要的營運動能，電競與 TOG 滑鼠需求強勁，整體滑鼠業務預計成長 15%，遊戲機業務則進入旺季貢獻持續增長，安防 Sensor 雖受限於晶圓廠產能，但客戶需求強勁，預期將成長 20% 以上，穿戴式產品亦隨疫情穩定下出貨回溫。預估 20Q3 營收 19.92 億元 QoQ+10.5%，YoY+10.6%，營運具有旺季效應，毛利率則受到高毛利電競滑鼠佔比上升的挹注，預期提升至 58.9%，成長 2.4 個百分點，營益率在營運規模擴張下將上升至 22.3%，淨利 3.95 億元，QoQ+41.9%，YoY+25.4%，EPS 2.83 元。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

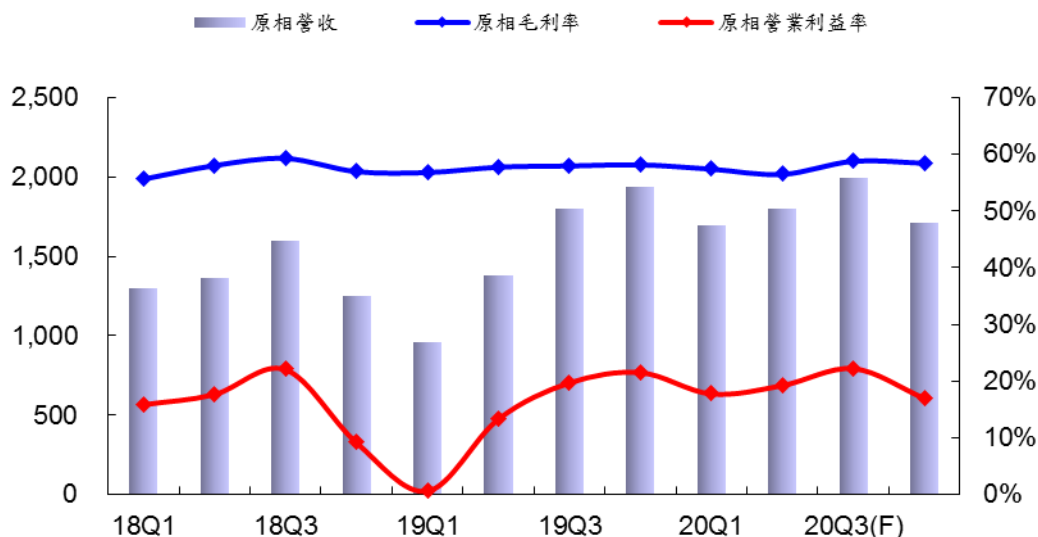
本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

圖 2、原相 20Q3 營運具旺季效應，滑鼠業務回溫是最大動能

原相各季營收及獲利走勢預估



資料來源：原相；兆豐國際預估

第三季高毛利滑鼠業務回溫，全年營收與獲利雙位數增長無虞

第三季展望正向，全年營收與獲利高增長無虞

反應 20Q2 財報優於預期，以及 20Q3 展望正向，滑鼠業務、穿戴式裝置、遊戲機、安防產品皆具有旺季效應，小幅上修 2020 年原相的獲利預估，預期 2020 年營收 73.16 億元，YoY+20.4%，毛利率維持高檔 57.9%，營益率擴張至 20.2%，成長 4.3 個百分點，淨利 12.73 億元，YoY+52.2%，EPS 9.13 元，獲利上修幅度約 2%。

2020 年在主要業務皆重返成長，帶動營運具有雙位數動能，最大業務滑鼠在擺脫貿易戰陰霾，以及電競滑鼠熱銷下於 2020 年重啟拉貨動能；遊戲機業務則受惠於客戶推出爆款熱賣遊戲「動物之森」再度讓任天堂 Switch 主機熱銷，挹注原相動能；而在其他產品線的部分，受惠於新客戶與新應用的發酵亦持續成長，TWS 耳機整體的滲透率仍在上升，且下半年將推出具 ANC(主動降噪功能)的產品，有利單價上揚，安防產品在影像感測器方面將有新客戶的挹注，市場態勢仍供不應求，有利於影像感測器的毛利率改善，且推出「Always On」功能的感測器，獲得國際品牌客戶的採用，低功耗的特性適合應用在電池驅動的產品上，目前佔比僅個位數，後續出貨與貢獻可望逐步放大；穿戴裝置用的心跳、血氧感測器則在客戶開案增加下亦可望持續成長。

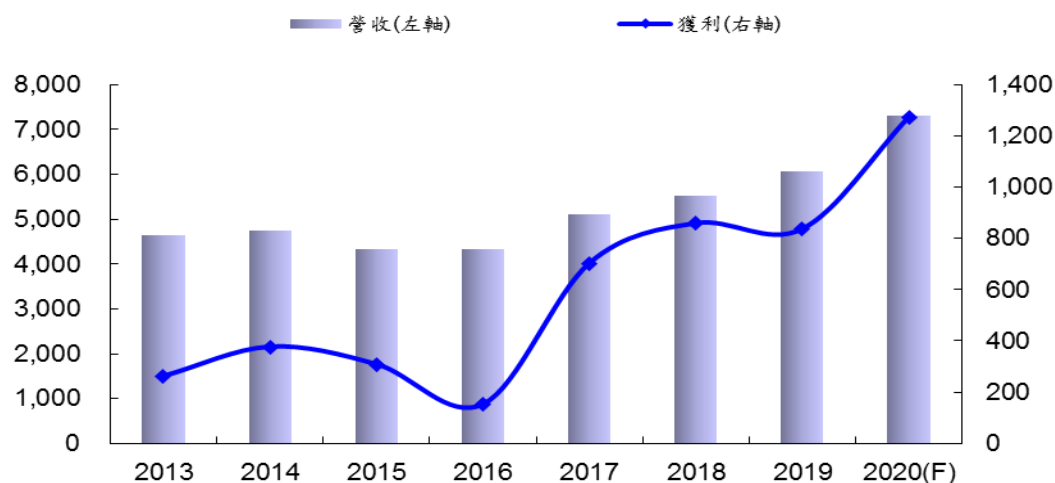
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

圖三、在新產品與新應用的挹注下 2020 年營收與獲利強勁成長
原相各年度營收及獲利走勢預估



資料來源：原相；兆豐國際預估

表二、2020 年主力產品皆成長

原相產品線季營收與成長率預估

單位：百萬元

產品營收	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2019	2020(F)
滑鼠	738	771	1,045	1,163	1,000	919	1,076	1,105	3,717	4,100
遊戲	86	220	360	194	220	343	367	136	861	1,066
其他	134	386	397	581	475	541	549	585	1,497	2,150
Total Sales	958	1,378	1,801	1,938	1,695	1,803	1,992	1,826	6,075	7,316
營收比重										
滑鼠	77%	56%	58%	60%	59%	51%	54%	61%	61%	56%
遊戲	9%	16%	20%	10%	13%	19%	18%	7%	14%	15%
其他	14%	28%	22%	30%	28%	30%	28%	32%	25%	29%
Total Sales	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ										
滑鼠	-21%	5%	35%	11%	-14%	-8%	17%	3%		
遊戲	-37%	156%	63%	-46%	14%	55%	7%	-63%		
其他	-23%	188%	3%	47%	-18%	14%	2%	7%		
Total Sales	-23%	44%	31%	8%	-13%	6%	11%	-8%		
YoY										
滑鼠	-21%	-9%	-1%	24%	36%	19%	3%	-5%	-2%	10%
遊戲	-65%	-23%	7%	41%	156%	55%	2%	-30%	-15%	24%
其他	15%	66%	91%	232%	254%	40%	38%	1%	105%	44%
Total Sales	-26%	1%	13%	55%	77%	31%	11%	-6%	10%	20%

資料來源：原相；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



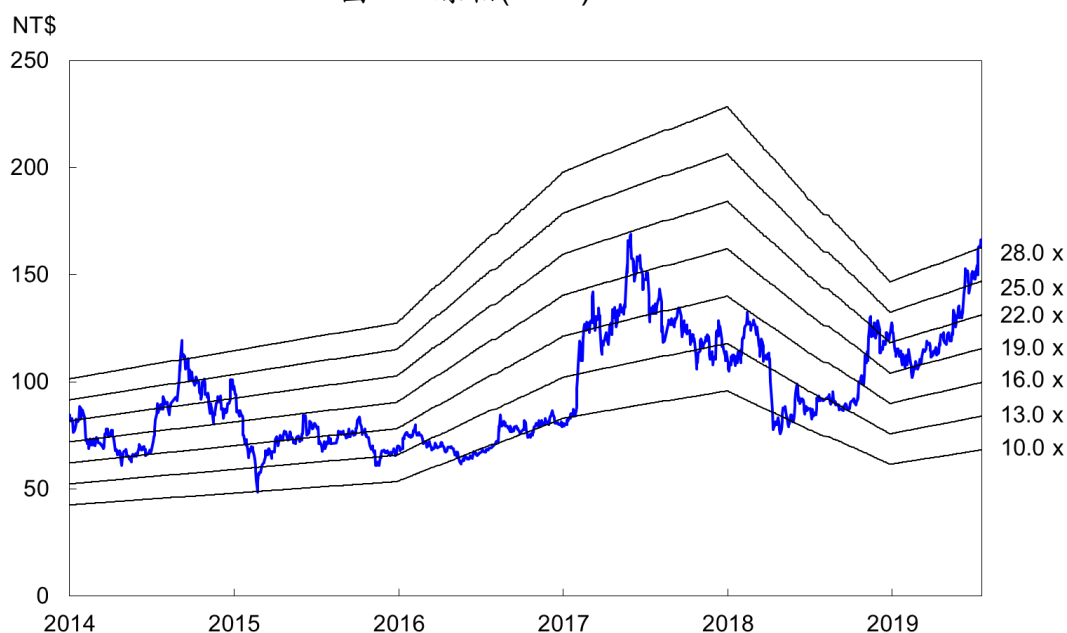
個股報告

原相 20Q2 財報表現小幅優於預期，20Q3 展望正向，全年高增長無虞，惟評價合理，評等下調至「區間操作」

20Q2 財報小幅優於預期，20Q3 營運展望正向，全年營收與獲利高增長無虞，惟評價已趨於合理，評等下調至「區間操作」

20Q2 原相財報優於預期，20Q3 展望正向，旺季將來臨，在滑鼠、遊戲機業務回溫，新應用與新客戶發酵下，2020 年獲利高增長無虞，不過目前評價並未低估，且 Q4 在基期已高下，營運年增速可望放緩，投資評等下調至「區間操作」，以過去三年本益比均值 25X 作為評價基礎，目標價 230 元(25X 20(F)PER)，潛在上漲空間 12.4%。

圖四、原相(3227) P/E Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

財務報表

季度損益表

單位：新台幣百萬元

3227原相	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	5,513	958	1,378	1,801	1,938	6,075	1,695	1,803	1,992	1,826	7,316
營業成本	2,335	413	581	756	810	2,560	721	784	819	756	3,080
營業毛利	3,178	545	796	1,045	1,129	3,515	974	1,019	1,173	1,070	4,236
營業費用											
推銷費用	273	68	78	101	87	334	99	85	107	84	376
管總費用	507	131	151	153	163	598	147	166	161	158	632
研究發展費用	1,480	339	383	435	460	1,617	425	420	460	446	1,751
營業費用合計	2,259	538	612	689	710	2,549	672	671	728	689	2,759
營業淨利(損)	919	6	184	356	419	966	302	348	444	382	1,477
營業外收支											
利息收入	73	21	21	17	(6)	53	-	(7)	25	18	54
利息支出	4	1	1	1	(1)	4	-	(0)	2	1	4
投資損益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他收支淨額	51	5	7	19	(7)	24	28	(5)	17	13	37
營業外收支淨額合計	120	25	26	34	(12)	73	28	(11)	40	30	87
稅前淨利	1,039	31	211	391	407	1,039	330	338	484	412	1,564
所得稅費用(利益)	221	11	43	80	74	209	65	60	94	80	300
非常項目淨額	(41)	(2)	(1)	(5)	2	(6)	(5)	(1)	(5)	2	(9)
稅後淨利	858	22	169	315	330	836	270	278	395	329	1,273
普通股股本	1,359	1,363	1,363	1,371	1,371	1,371	1,393	1,393	1,393	1,393	1,393
每股盈餘(元)	6.32	0.16	1.24	2.30	2.45	6.10	1.94	2.03	2.83	2.36	9.13
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		-23.3	-75.0	88.0	7.6		-12.6	6.3	10.5	-8.3	
營業毛利成長率		-23.5	-74.9	91.8	8.0		-13.7	4.6	15.1	-8.7	
營業利益成長率		-94.5	-79.9	5,477.7	17.5		-27.8	15.2	27.6	-14.1	
稅前淨利成長率		-79.0	-79.7	1,157.3	4.1		-18.8	2.2	43.5	-15.0	
稅後淨利成長率		-82.0	-80.3	1,338.3	4.8		-18.2	3.0	41.9	-16.6	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	7.7	-26.3	0.8	12.7	55.3	10.2	76.9	30.9	10.6	-5.8	20.4
營業毛利成長率	11.6	-24.8	0.3	10.1	58.5	10.6	78.8	28.0	12.2	-5.2	20.5
營業利益成長率	21.5	-96.9	-23.9	0.7	261.9	5.1	4,633.0	89.0	24.7	-8.8	52.9
稅前淨利成長率	26.9	-85.4	-26.1	-0.6	175.3	0.1	962.9	60.3	24.0	1.3	50.5
稅後淨利成長率	22.1	-87.9	-28.8	-1.1	171.5	-2.6	1,133.1	64.8	25.4	-0.2	52.2
獲利分析(%)											
營業毛利率	57.6	56.9	57.8	58.0	58.2	57.9	57.5	56.5	58.9	58.6	57.9
營業利益率	16.7	0.7	13.4	19.8	21.6	15.9	17.8	19.3	22.3	20.9	20.2
稅前淨利率	18.8	3.2	15.3	21.7	21.0	17.1	19.5	18.7	24.3	22.5	21.4
稅後淨利率	15.6	2.3	12.3	17.5	17.0	13.8	15.9	15.4	19.8	18.0	17.4
實質所得稅率	21.3	36.9	20.2	20.5	18.3	20.1	19.7	17.9	19.5	19.5	19.2

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
流動資產			
現金及約當現金	3,187	4,149	3,153
存貨	586	646	1,143
應收帳款及票據	852	939	1,662
其他流動資產	332	332	332
流動資產合計	4,957	6,066	6,290
其他資產			
長期投資合計	213	107	160
固定資產	678	243	697
什項資產	1,126	532	542
其他資產合計	2,017	882	1,399
資產總計	6,974	6,948	7,688
流動負債			
應付帳款及票據	397	438	775
短期借款	290	243	266
什項負債	723	723	723
流動負債合計	1,410	1,404	1,764
長期負債			
長期借款	270	227	249
其他負債及準備	0	0	0
長期負債合計	270	227	249
負債總計	1,681	1,631	2,013
股東權益			
普通股股本	1,330	1,345	1,359
特別股股本	0	0	0
資本公積	1,494	1,494	1,494
保留盈餘	3,084	3,211	3,756
其他項目	-529	-733	-909
股東權益總計	5,379	5,317	5,700
負債與股東權益總計	7,060	6,948	7,713

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
本期淨利	858	836	1,273
折舊及攤提	278	245	285
本期營運資金變動	-466	-106	-883
其他營業資產及負債變動	73	4	0
營業活動之淨現金流入(出)	743	979	675
資本支出淨額	216	414	-498
本期長期投資變動	-286	103	-53
其他資產變動	-848	370	-251
投資活動之淨現金流入(出)	-918	886	-802
自由現金流量	-175	1,865	-127
現金增資	-849	-898	-890
本期負債變動	181	-90	45
其他長期負債變動	5	1	1
融資活動之淨現金流入(出)	-663	-987	-844
本期現金與約當現金增加數	-838	878	-971
期初現金與約當現金餘額	3,916	3,187	4,149
期末現金與約當現金餘額	3,079	4,065	3,178

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019	2020F
年成長率(%)			
營業收入	7.7	10.2	20.4
營業利益	21.5	5.1	52.9
稅後純益	22.1	-2.6	52.2
獲利能力分析(%)			
營業毛利率	57.6	57.9	57.9
營業利益率	16.7	15.9	20.2
稅後純益率	15.6	13.8	17.4
資產報酬率	12.6	12.0	17.4
股東權益報酬率	16.0	15.6	23.1
償債能力分析			
負債/股東權益(%)	10.4	8.8	9.0
流動比率(X)	3.5	4.3	3.6
每股資料分析			
每股盈餘(NT\$元)	6.3	6.1	9.1
本益比(X)	12.9	23.7	22.4
每股淨值(NT\$元)	40.4	39.5	41.9
股價淨值比(X)	2.5	2.7	4.9
每股現金股利(NT\$元)	4.5	5.3	5.4
現金股利殖利率(%)	5.5	3.6	2.6

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。