

投資重點

基本資料

股本(億元)	4.19
每股淨值(元)	13.71
股價淨值比	3.46X

(股價淨值比以 2024/5/10 股價計算)

損益狀況	2023	2024 第一季
營收(億元)	2.19	0.68
毛利率	46.98%	46.52%
營業利益率	-12.47%	-6.85%
稅後淨利率	-10.26%	-2.09%
EPS	-0.70	-0.03

- 鈺寶長期深耕私有協定無線傳輸技術，擁有抗干擾、低延遲及音訊壓縮核心技術，並成功應用於 Soundbar、無線電子樂器、電競產品等領域

鈺寶長期深耕特殊規格的私有協定無線傳輸技術所累積的技術開發成果，為鈺寶在進軍 BLE、Wi-Fi 等標準協議時的重要競爭利基，目前鈺寶在音質解析度上可做到 96KHz/24Bits，整體延遲表現最高可來到 <5ms 標準，並且針對音訊傳輸穩定度開發一對多抗干擾技術，目前已順利應用於 Soundbar/Speaker(家庭影音娛樂)、Musical instrument(樂器無線傳輸音箱)及電競(eSport)遊戲週邊產品等領域，由於鈺寶無線音訊傳輸之關鍵技術均為自行研發，並且相較於國內外同業從標準協議出發做到私有協議，鈺寶是從私有協議一路做到主流協議，因此在無線音訊傳輸上低延遲、音訊壓縮、抗干擾等技術上，是鈺寶能夠與同業做出差異化的關鍵所在。

- 兼具晶片設計及模組開發能力，為客戶提供高度客製化產品及音訊佈局，提高產品附加價值

鈺寶除具備無線音訊傳輸及控制晶片設計之能力，更具備天線及模組規劃、佈局之設計開發能力，該公司可替客戶規劃晶片、記憶體及 PCB 等相關硬體之電路系統整合，製作出使其產品效能最大化之模組，並可為終端品牌客戶客製化產品，從品牌客戶規劃開發新產品開始，該公司即在開發階段偕同開發無線音訊模組，高度客製化客戶新產品之規格及音訊佈局，除了提高產品附加價值外，亦增加品牌客戶對該公司之黏著度。

- 無線傳輸產品驗證不易，通過品牌廠認證即不易被競爭對手取代，現已累積大量國際一線品牌客戶出貨實績

終端品牌廠商為確保無線傳輸產品的品質與產品是否符合國際眾多的無線傳輸產品測試規範，皆會設立多階段嚴謹繁瑣之無線傳輸性能、模組與產品驗證測試程序，整體驗證時間冗長，進入門檻相對較高，故一旦獲得終端品牌之認證即不易被競爭對手取代，該公司經多年的努力，已累積大量國際一線品牌客戶的出貨實績，另外，該公司自行研發之音訊壓縮技術 SHDC 更於 2023 年 6 月取得日本 JAS Hi-Res 之認證，均足以說明該公司之無線音訊傳輸產品及技術，已獲日本國家級認證及國際級品牌客戶之肯定。

公司簡介

公司營運概況：

鈺寶科技股份有限公司(以下簡稱鈺寶)之前身為凌源通訊股份有限公司，創立於1998年，2003年轉型跨入無線音頻傳輸IC設計領域，2004年正式更名為「鈺寶」，從事無線音訊控制晶片及模組之設計開發。專注耕耘專用型無線音訊各類應用市場，主要應用領域為Soundbar/Speaker(家庭影音娛樂)、Musical instrument(樂器無線傳輸音箱)及電競(eSport)遊戲週邊產品，無線傳輸產品驗證時間冗長，進入門檻相對較高，一旦獲得終端品牌之認證即不易被競爭對手取代，鈺寶經多年的努力，已累積大量國際一線品牌客戶的出貨實績，主要競爭優勢包含(1)具備晶片設計銷售到提供客製化模組產品，提供完整解決方案之能力(2)基於長期深耕專用型無線音訊IC所累積之專有無線音訊傳輸技術，在抗干擾、低延遲及音訊壓縮核心技術等技術皆領先同業。

公司產品營收比重：

鈺寶主要產品為客製化之無線音訊控制晶片及模組，產品主要應用領域為Soundbar/Speaker(家庭影音娛樂)、Musical instrument(樂器無線傳輸音箱)及電競(eSport)遊戲週邊產品，終端銷售客戶以韓國、日本及歐美等知名品牌廠為主。

2023年度鈺寶產品營收比重為無線音訊控制晶片25.67%、無線音訊控制模組74.31%、其他0.02%；2023年度營業收入較去年度衰退43.44%，主因持續受到全球總體經濟疲弱、通膨及升息影響，使得整體消費力道疲軟，致終端客戶拉貨力道較去年度趨緩。而無線音訊控制模組2023年度占比大幅提高，主因公司Soundbar日系大客戶調整庫存力道小於其他終端品牌客戶，且該公司與美國音響品牌客戶合作新專案於2023年開始量產出貨，使無線音訊控制模組營業收入減少幅度小於無線音訊控制晶片，故使營收比重上升至74.31%。2024年第一季鈺寶產品營收比重為無線音訊控制晶片47.11%、無線音訊控制模組52.74%、其他0.15%；2024年第一季營業收入較去年同期成長2.65%，主係因消費性電子市場終端消費力道回溫，終端品牌客戶業績逐漸恢復常軌，開始增加拉貨量，並使無線音訊控制晶片上升至47.11%。綜上所述，該公司無線音訊控制晶片及模組之營業收入及產品比重之增減變化，主要由終端市場需求影響以及客戶專案放量所致。

表一、鈺寶營收比重(產品別)

單位：新台幣仟元；%

產品名稱	2022 年度		2023 年度		2024 年第一季	
	金額	比例(%)	金額	比例(%)	金額	比例(%)
無線音訊控制晶片	191,317	49.32	56,326	25.67	31,889	47.11
無線音訊控制模組	196,480	50.65	163,033	74.31	35,699	52.74
其他	127	0.03	34	0.02	105	0.15
合計	387,924	100.00	219,393	100.00	67,693	100.00

資料來源：鈺寶；福邦投顧整理

註：其他為 power meter。

表二、鈺寶營收比重(終端應用別)

單位：新台幣仟元；%

產品應用領域	2022 年度		2023 年度		2024 年第一季	
	金額	比例(%)	金額	比例(%)	金額	比例(%)
Soundbar/Speaker (家庭影音娛樂)	366,699	94.53	157,729	71.89	60,914	89.99
Musical instrument (樂器無線傳輸音箱)	11,059	2.85	51,311	23.39	6,779	10.01
Gaming (電競相關產品)	0	0.00	4	0.00	0	0.00
其他	10,166	2.62	10,349	4.72	0	0.00
合計	387,924	100.00	219,393	100.00	67,693	100.00

資料來源：鈺寶；福邦投顧整理

註：其他為無線耳機、遙控器、投影機無線音訊及控制應用、新產品試產樣品及測試用之功率計 (Power meter)

鈺寶終端應用營收占比以 Soundbar/Speaker(家庭影音娛樂) 71.9% 占比最高，其次依序為 Musical instrument(樂器無線傳輸音箱) 23.4% 及其他 4.7%。其中 2023 年度 Soundbar 營收占比自 94.53% 下降至 71.89%，主因消費性終端產品需求趨緩，客戶也因高水位庫存進行調節，故影響鈺寶 Soundbar/Speaker 相關產品之銷貨，加上無線傳輸樂器應用方面，鈺寶於 2021 年完成開發超低延遲技術，與知名樂器音響品牌商合作開發該品牌第一個無線樂器音箱產品，並於 2023 年成功推出，為鈺寶挹注新的營收項目，故 2023 年度 Soundbar/Speaker 營收占比下降至 71.89%、Musical instrument 營收占比上升至 23.39%。2024 年第一季因 Soundbar/Speaker 之主要客戶之庫存水位自 2023 年第四季開始已逐漸往健康水位邁進，因此庫存調節預估在 2024 年將不再對公司造成影響，且因消費性電子市場終端消費力道回溫，終端品牌客戶業績逐漸恢復常軌，開始增加拉貨量，故使 Soundbar/Speaker 營收比重上升至 89.99%。

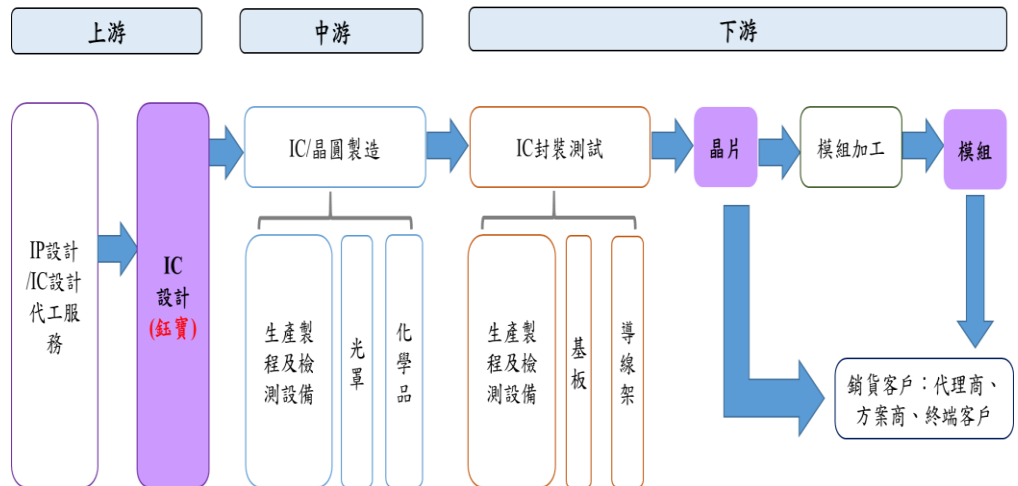
產業現況

產業上中下游關係：

鈺寶為 IC 設計業，係半導體產業體系中最前端之部份，中、下游產業依次為晶圓代工及晶圓製造、封裝及測試及模組等。因鈺寶為 Fabless，故委由其他生產製造廠商為該公司代工製造、封裝及測試晶片。晶片經最終測試後，經由代理商或直接將產品銷售予在其系統中使用該公司晶片之專業代工廠(OEMs)、設計加工製造廠(ODMs)及系統設計廠商。

鈺寶主要產品為無線音訊控制晶片及模組，終端廣泛應用於 Soundbar/Speaker(家庭影音娛樂)、Musical instrument(樂器無線傳輸音箱)及電競(eSport)遊戲週邊產品，整體需求主係受整體經濟環境及季節性購物習性影響，而短期之淡旺季需求變化對該公司雖有所影響，惟就長期觀之，該公司無線音訊控制晶片及模組下游終端應用產品主要係受市場供需狀況所變化，並無特定循環性需求。茲將其所處產業之上、中、下游關聯性圖如下：

圖一、面板業上中下游關係圖



資料來源：鈺寶；福邦投顧彙整

無線音訊傳輸產業概況：

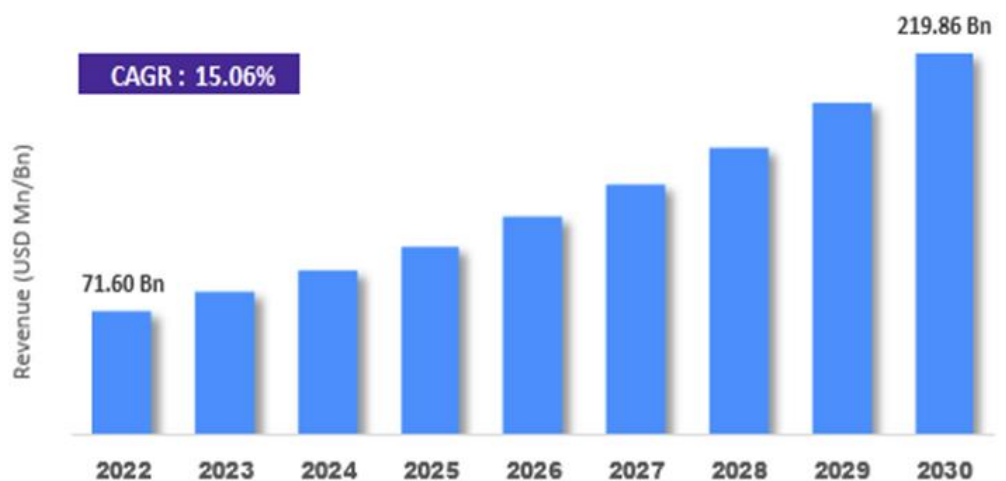
根據研調機構 Zion Market Research 報告指出，全球無線連接市場規模預計將從 2022 年之 716 億美元增加到 2030 年之 2,198.6 億美元，預測期間 CAGR 為 15.06%，成長動能主要來自電動車、智慧家庭、家庭娛樂、串流影音娛樂、穿戴式裝置以及各式各樣的新興 IoT 應用，其中物聯網應用被視為下一波潛力新星，根據通訊大廠 Ericsson 2023 年 6 月發布最新行動市場報告(Mobility Report)中，估算 2022 年全球累積

IoT 連接數量已達到 132 億個，2028 年將成長至 347 億個，年複合成長率達到 18%。未來幾年，IoT 應用主要成長動能，將來自各類通訊服務商持續在家庭、城市、醫療、製造、能源等各個領域之物聯網導入數量持續增加，為產業帶來更多機會。

就無線連接市場中之無線音訊晶片觀之，無線音訊晶片所涵蓋之產品線範圍廣泛，包括藍牙耳機、無線音箱、無線耳機等，根據研調機構 IDC 數據指出，2022 年全球無線音訊市場規模達到 610 億美元，2026 年將達到 830 億美元，年複合增長率為 7.8%，其主要成長動能來自消費者對便攜性及便利性需求日益增加，無線音訊產品可以讓用戶擺脫線材束縛，更加自由地享受音樂，而隨著演算法技術演進，無線音訊音質亦持續提升，空間音訊、頭部追蹤功能，帶給用戶提供更加出色的聽覺體驗。目前主流技術為藍牙、Wifi 等通用協定，以及特殊規格的私有協定三種。

其中藍牙 2.4G 頻段採用裝置較多，相對容易受到干擾，同時因額定傳輸量較小，無法傳送高音質等訊號傳載量較高的音訊格式，而且在觀看視訊、進行遊戲時，會出現影音不同步的延遲現象；而 Wifi 使用 5G 頻段，同樣因採通用協定而有訊號干擾問題，額定傳輸量雖然較藍牙高，可傳送 High-Res，但延遲的現象較藍牙更嚴重。鈺寶所採用之特殊規格私有協定，由於發送/接收端都掌握在自己手上，不用受通用協定規範限制，頻段上選擇較有彈性，可支援較大傳輸量、高音質，具有較低之延遲性，並可以做到星狀或網狀之一對多通訊網絡結構，而該公司亦朝向多模式發展，結合藍牙及 Wifi 功能，提供消費者更完整解決方案。

圖二、無線連接市場規模預估



資料來源：Zion Market Research；福邦投顧彙整

產品應用領域概況：

鈺寶主要產品為客製化之無線音訊控制晶片及模組，產品主要應用領域為 Soundbar/Speaker(家庭影音娛樂)、Musical instrument(樂器無線傳輸音箱)及電競(eSport)遊戲週邊產品，茲就各應用領域之發展狀況評估分析如下：

一、Soundbar 市場

根據《Globe Newswire》調查，全球家庭劇院市場 2020 年產值達 150 億美元，超過 40% 的美國家庭擁有家庭劇院系統，歐洲地區為全球第二大家庭劇院銷售市場，亞洲為成長動力最強的發展地區，預估到 2027 年，全球家庭劇院市場產值將達 481 億美元，年複合成長率達 18.1%。未來在「無線環繞家庭劇院」系統發展趨勢下，將有望進一步擴大市場規模。而 Soundbar 市場規模預計將從 2023 年的 81.3 億美元成長到 2028 年的 121.1 億美元，預期複合成長率為 8.30%。近年來，對智慧消費產品的需求顯著增長，包括智慧電視和其他家用設備。科技的快速進步、網路普及率的不斷提高、廣播產業的數位轉型以及產品價格的下降是推動智慧家居設備產業成長的主要因素。Soundbar 與這些設備一起使用，以增強音訊體驗，從而增加了市場的需求。

Soundbar 市場接受度以及採用率提高可以歸因於以下多個關鍵因素：

表三、Soundbar 市場成長關鍵因素

關鍵因素	概述
無線傳輸技術革新	無線連接技術的創新和高速數據的服務增加了對無線串流媒體設備的需求。例如，5G 的到來提供了更高的速度、更低延遲和更大容量，有助於更流暢地傳輸音訊內容。
智慧家庭的普及	越來越多的智慧家庭設備連網，增加了對高品質音響設備的需求，如家庭劇院系統。
電視品牌廠進入	如同手機廠商進駐 TWS 市場，吞噬傳統音響品牌的市場份額，電視廠商在 Soundbar 市場同樣具備一定先天優勢，從產品外觀、設計、功能以及價格更懂得如何完美的搭配電視，擁有更好的生態相容性，並且更重視提升使用者的觀影體驗。據洛圖科技 (RUNTO) 數據顯示，三星 Soundbar 在中國市場市占率從 2018 年不到 1%，2023 年成長至 13% 位居市場前三。
各種功能整合	市場上的供應商越來越注重整合各種功能，例如 2022 年 Sonos 宣布推出語音助理，並預計與直接與 Amazon Music、Apple Music、Pandora、Deezer 和 Sonos Radio 音樂服務搭配使用。
串流媒體服務的普及	串流媒體服務的普及，包括廣告支援的音樂串流、付費訂閱、數位廣播等，增加了人們對音訊高品質音訊設備的需求。用戶希望享受來自各種串流平台的串流服務音樂和內容，條形音箱提供了方便的播放方式。

資料來源：Mordor Intelligence；福邦投顧彙整

圖三、全球 Soundbar 市場規模預估



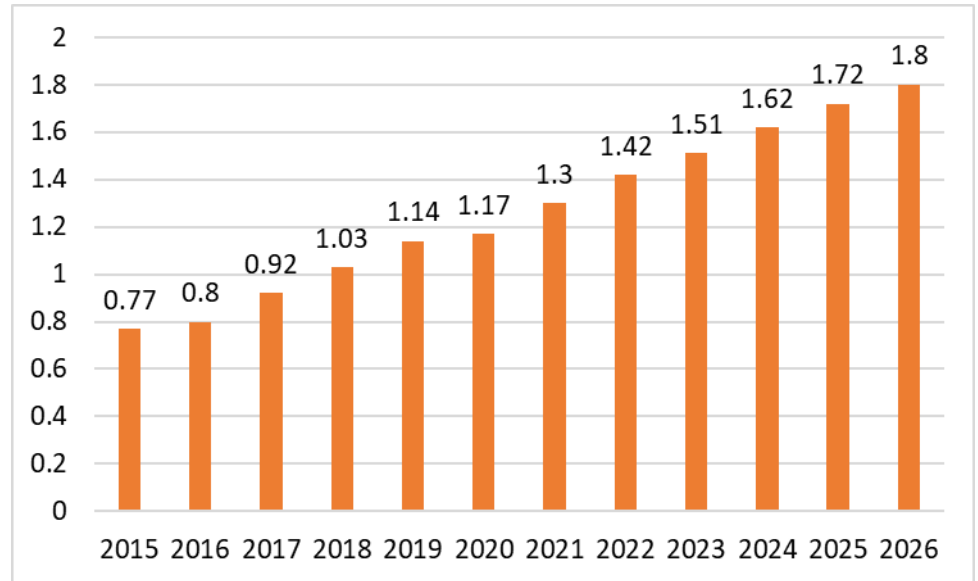
資料來源：Mordor Intelligence；福邦投顧彙整

二、無線數位樂器市場

隨著消費者的偏好從有線數位音箱轉向無線和攜帶式數位音箱，針對戶外應用以及音訊產業中藍牙的使用亦不斷增加，隨著消費者收聽音訊方式的變化，攜帶式音訊設備領域的音訊傳輸和語音使用者介面技術也取得了巨大進步，具有更高的整合度、音質以及更低的延遲。隨著市場對藍牙音箱的需求不斷增加，各大品牌廠陸續向市場推出新產品。例如，2022年6月，藍牙音箱領先供應商 Bose 宣布推出一款配備專用感測器的新型藍牙音箱「Soundlink Flex」。Bose 表示，Bose SoundLink Flex 最大限度地提高了清晰度並產生強勁的低音，以便客戶可以感知任何樂器或人聲。該公司的此類舉措預計將在預測期內推動市場對藍牙揚聲器的需求。

另一項推動藍牙音箱市場成長的主要因素是錄製音樂產業的成長。根據國際唱片業聯合會(IFPI)的數據，在付費訂閱串流媒體成長的推動下，全球錄製音樂市場在2022年成長了9%。此外，根據IFPI的全球音樂報告，2022年將有5.89億付費訂閱音樂帳戶用戶，這將對訂閱音樂訂閱收益做出重大貢獻，該收入將成長10.3%至127億美元。隨著藍牙音箱變得普及，這些趨勢預計將繼續支持市場成長。例如，根據藍牙技術聯盟(Bluetooth SIG)的數據，藍牙音訊設備的全球出貨預計將從2015年的7.7億台成長到2026年的18億台。

圖四、全球藍牙音箱出貨量預估



資料來源：Bluetooth SIG；福邦投顧彙整

三、電競市場

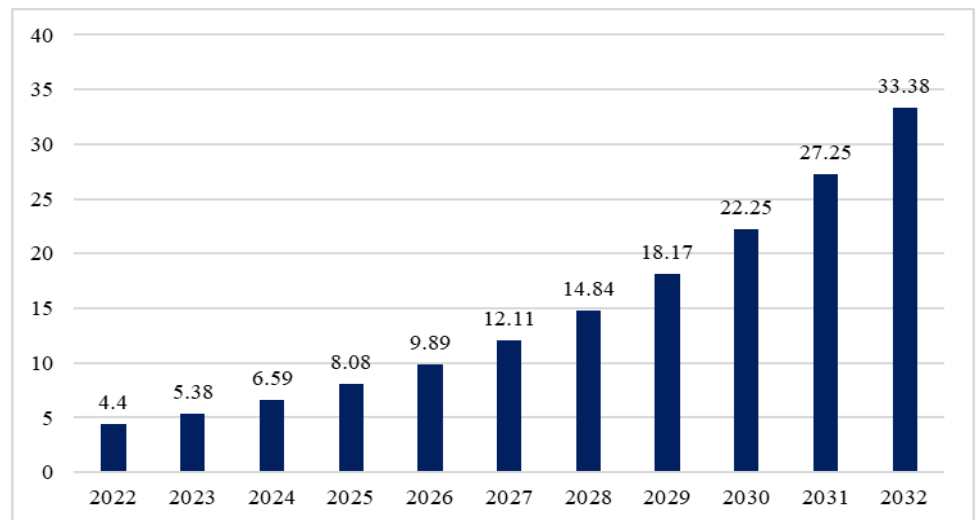
電子競技(Electronic Sports，簡稱電競 e-Sports)是指透過電子遊戲來比賽的體育項目，隨著電玩遊戲需求的不斷增加，電子競技產業不斷擴大。從純粹的休閒活動到如今引起全世界關注的專業比賽，遊戲已經走過了漫長的道路。新技術的普及正在增強視訊產品、內容和虛擬實境的潛力，增強遊戲錦標賽的興奮度，並吸引穩定成長的粉絲追隨者。由於電玩遊戲在當代人的生活中根深蒂固，人們消費娛樂的方式已經改變了。

隨著對粉絲參與度的重視，預計對直播電競賽事的需求將會增加。此外，智慧型手機的使用預計將增加人們對現場電子競技比賽的興趣。電子競技的日益普及導致對現場活動的需求更大，越來越多的人願意參加現場活動來觀看自己喜歡的選手和團隊的比賽。此外，近年來投資的大幅增加，主要品牌和組織投資現場活動以吸引新觀眾並建立品牌知名度，也可能在預測期內促進電子競技市場的成長。根據 Precedence Research 研究調查指出，2022 年全球電競市場規模超過 44 億美元，預計到 2032 年將達到 333.8 億美元左右，2023 年至 2032 年的複合成長率為 22.47%。

就電競週邊產品-無線耳機發展觀之，由於玩家在遊戲中講求真實臨場感，對於影音同步要求極高，不單僅依賴左右耳機發出聲音及音量不同而已，左右耳時間差控制之準確性也相當重要，而無線鍵盤、無線滑鼠除講求更多自定義模式、靈敏度控制、使用回饋感外，在基礎連線

穩定度更是玩家比賽中不能忽視的關鍵。為同時滿足標準通訊規範所帶來之便利性與該公司規範之高品質，該公司亦朝向多模式發展，除了原本核心技術的通訊品質，也會支援標準模式，結合藍牙及 Wifi 功能，提供消費者更完整解決方案，不僅擁有低延遲高保真無線音頻傳輸，也能滿足電競玩家與各類消費者的使用情境需求，在此平台上實現音訊與非音訊同時傳輸的新應用，如開發三合一無線電競組(電競耳機+電競鍵盤+電競滑鼠)。整體而言，終端銷售市場持續朝藍牙、2.4GHz 及專用協定多模連接發展，提供用戶彈性切換之選擇。

圖五、全球電競市場規模預估



資料來源：Mordor Intelligence；福邦投顧彙整

產業發展趨勢：

目前，無線音訊傳輸主要仰賴私有協定、藍牙和 Wi-Fi 技術。私有協定通常由特定廠商或產品系列開發，用於其產品之間的無線通信，標準藍牙技術是一種廣泛應用於各種設備的無線通信協定，提供了便捷的短距離數據傳輸。Wi-Fi 技術則通常用於需要更高數據傳輸速率和更長距離覆蓋的應用，如串流音樂和多房間音響系統。隨著無線音訊傳輸市場需求愈來愈大，希望分食大餅之競爭規格與競爭者也愈來愈多，如藍牙 LE Audio 新規格增加新的功能與降低耗電外，也採用 LC3 音訊壓縮技術，企圖解決標準藍牙延遲與 SBC 壓縮音質較差的缺點，且隨著支援 LE Audio 產品越來越多，將會加速 LE Audio 快速成長，然而在 LE Audio 規範下，延遲理論值仍然大於 50ms，且音質提升著重於聽感，將犧牲許多音訊細節，尚無法滿足對於音訊品質與延遲有剛性要求的使用者。

無線音訊產品在技術層面持續朝向低延遲、高音質、多聲道、高效能及多模產品發展。消費者對於因高音質聽感之追求，體現在低延遲、

無損壓縮、降噪功能提升、空間音域規劃層面，促使廠商紛紛加強其演算法，增加晶片之附加功能並提升產品競爭力，包含多聲道無損壓縮技術，支援 5.1/7.1 以上無線多聲道以及 Dolby Atmos 7.1.4 全景聲音效等等。此外，為了廣泛支援使用者情境，產品亦朝向多模式切換發展，以滿足不同場景下多種通訊方式之應用，包含專線/Bluetooth/Wi-Fi 共存與兼容的無線技術，兼顧支援標準傳輸規格與高音質低延遲技術、並運用寬頻 2.4GHz/5GHz 雙頻(Dual-band)或多頻技術等等，並積極結合智能互聯網技術(AIoT)，讓無線應用能夠昇華，進而達成家電、音響、周邊等消費性產品智能連結。

著眼於藍牙產品發展趨勢及目前痛點，鈺寶除了將持續深耕低延遲與高音質核心技術外，亦積極將關鍵技術與藍牙規範結合，銜接藍牙 BT6.0 規範並進一步發展低功耗資料傳輸、室內定位服務、智慧家電、會議室統等解決方案，驅動周邊智能裝置穩定成長，與客戶共創市場，不斷創造價值，維持競爭優勢。

同業概況及評價

綜觀目前國內上市櫃公司中，無線音訊傳輸 IC 設計同業包含凌通(4952)、盛群(6202)、達發(6526)及笙科(5272)，惟因多數同業在藍牙領域仍多以標準協議為主，在上述採樣同業中，尤以達發(6526)產品定位與公司較為相近，為私有協定+藍牙雙模。

與採樣同業相較，營業毛利率方面，鈺寶 2022 年度及 2023 年度營業毛利率介於採樣同業之間，主要係因 2022 年度該公司調漲產品售價；2023 年前三季因該公司模組產品進入量產進而使得單位成本下降，使模組毛利率有所提升，致該公司 2023 年整體營業毛利率穩定維持 46~48% 之間；2024 年第一季鈺寶毛利率 46.52%，與同業相比僅次於達發(6526) 52.57%，主因客戶庫存調節狀況良好，公司營運逐漸回穩所致。

營利率方面，與採樣公司相較，鈺寶 2023 年度營業利益(損失)衰退比率以及營業利益率皆遜於採樣同業，主要係受通膨及升息持續影響，終端客戶拉貨力道趨緩，在營運未達經濟規模下，營業費用仍維持全年 1.3 億元水準，故產生營業損失 27,354 仟元；2024 年第一季鈺寶營業利益(損失)-6.85%，相較於 2023 年第四季，營業利益(損失)比率已見明顯收斂，主因客戶庫存調節狀況良好，公司營收逐步回升所致。

整體而言，該公司與採樣同業間營運規模、產品組合及終端應用市場不盡相同，致營業毛利及營業毛利率有所差異，經評估尚無發現重大異常之情事。

評價方面，鑒於鈺寶近四季(2023 年第二季至 2024 年第一季)EPS

合計仍虧損 0.75 元，目前以本益比法無法反應該公司合理價值，故採用股價淨值比估算。與採樣公司相較，鈺寶 2024 年第一季平均股淨比為 4.26 倍，若以 2024 年第一季每股淨值 13.71 元計算，目前股淨比約為 3.46 倍(以 2024/5/10 股價 47.40 元計算)，落在採樣同業 2024 年第一季平均股價淨值比區間之中下緣(1.88 倍~10.32 倍)，鈺寶目前客戶端庫存已接近健康水位，且今年有多項專案量產以及新客戶的導入，在長線成長動能無虞的情況下，鈺寶的股價淨值比預期可維持在 4~6 倍的區間中上位置。

表四、鈺寶國內主要上市櫃同業

單位：新台幣仟元；%

分析項目	年度	111 年度		112 年度		113 年第一季	
	公司	金額	金額	成長率(%)	金額	成長率(%)	
營業收入	鈺寶	387,924	219,393	(43.44)	67,693	2.65	
	凌通	3,169,374	2,167,031	(31.63)	543,764	19.24	
	盛群	6,015,968	2,596,067	(56.85)	443,528	(41.71)	
	達發	18,781,046	13,575,561	(27.72)	3,826,569	26.30	
	笙科	509,302	333,525	(34.51)	81,723	11.32	
營業毛利	鈺寶	189,217	103,077	(45.52)	31,491	(2.55)	
	凌通	1,444,917	822,254	(43.09)	208,715	13.91	
	盛群	3,044,369	1,309,296	(56.99)	198,424	(49.98)	
	達發	9,042,163	6,322,348	(30.08)	2,011,804	51.20	
	笙科	278,937	161,175	(42.22)	37,614	3.67	
營業利益 (損)	鈺寶	51,658	(27,354)	(152.95)	(4,634)	(4,351.38)	
	凌通	630,572	167,670	(73.41)	43,240	91.51	
	盛群	1,231,897	99,257	(91.94)	(60,660)	(238.84)	
	達發	3,353,100	1,010,613	(69.86)	442,412	244.20	
	笙科	18,738	(56,608)	(402.10)	(16,216)	3.98	
EPS	鈺寶	2.15	(0.70)	(132.56)	(0.03)	(250.00)	
	凌通	5.32	1.54	(12.07)	0.56	93.10	
	盛群	4.89	0.49	(89.98)	(0.20)	(225.00)	
	達發	19.90	6.47	26.03	2.46	200.00	
	笙科	0.88	(0.56)	(163.64)	(0.27)	(3.57)	

資料來源：各公司經會計師查核簽證或核閱之財務報告；福邦投顧整理

表五、鈺寶及同業獲利能力比較

分析項目	年度	111 年度		112 年度		113 年第一季	
	公司	獲利率	獲利率	成長率(%)	獲利率	成長率(%)	
營業毛利率	鈺寶	48.78	46.98	(3.68)	46.52	(5.06)	
	凌通	45.59	37.94	(16.77)	38.38	(4.48)	
	盛群	50.60	50.43	(0.33)	44.74	(14.18)	
	達發	48.15	46.57	(3.28)	52.57	19.72	

	笙科	54.77	48.32	(11.77)	46.03	(6.86)
營業(損)益率	鈺寶	13.32	(12.47)	(193.60)	(6.85)	(4,126.83)
	凌通	19.90	7.74	(61.12)	7.95	60.61
	盛群	20.48	3.82	(81.33)	(13.68)	(338.33)
	達發	17.85	7.44	(58.29)	11.56	172.64
	笙科	3.68	(16.97)	(561.32)	(19.84)	(6.64)

資料來源：CMoney；公開資訊觀測站；福邦投顧整理

表六、鈺寶及同業股價淨值比

單位：倍

證券名稱(代號)	鈺寶 (3150)	凌通 (4952)	盛群 (6202)	達發 (6526)	笙科 (5272)	上市半導 體類	上市大盤 平均
2024年1月	3.82	2.67	3.46	11.15	1.75	4.05	2.12
2024年2月	5.18	2.62	3.36	13.57	1.97	4.35	2.24
2024年3月	3.78	2.48	3.02	6.24	1.91	4.76	2.35
平均股價淨值比	4.26	2.59	3.28	10.32	1.88	4.39	2.24

資料來源：CMoney；臺灣證券交易所及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站；福邦投顧整理

公司競爭優勢

鈺寶專司無線音訊控制晶片之研發及銷售，長期耕耘特殊規格的私有協定，音質解析度在取樣頻率上可做到 96KHz/24Bits，在音質表現優異，能通過杜比與 DTS 音質與多聲道延遲的標準，整體延遲表現最高可來到<5ms 標準，遠優於標準規格。目前公司除了既有的自有規格傳輸介面外，亦開始積極投入 BLE、Wi-Fi 等通用規格無線網路傳輸 IC 研發，音頻晶片未來將結合藍牙/Wi-Fi 朝向支援多模式方向發展，提升消費者切換使用便利性，且隨著提升傳遞音質、減少延遲，以及延長電力續航表現等趨勢發展，音頻晶片之重要性與日俱增。整體而言，音訊傳輸仍仰賴無線傳輸晶片，其承載著音訊傳輸、音訊編解碼、空間音效、降噪、多點互相連線、電源管理等多項功能，目前市場上尚無產品可完全替代之，鈺寶其競爭優勢整理如下：

- 長期深耕特殊規格的私有協定無線傳輸技術所累積的技術開發成果，為鈺寶在進軍 BLE、Wi-Fi 等標準協議時的重要競爭利基所在，目前鈺寶在音質解析度上可做到 96KHz/24Bits，整體延遲表現最高可來到<5ms 標準，並且針對音訊傳輸穩定度開發一對多抗干擾技術，目前已順利應用於 Soundbar、無線電子樂器、電競產品等領域，由於鈺寶無線音訊傳輸關鍵技術均為自行研發，並且相較於國內外同業從標準協議出發做到私有協議，鈺寶是從私有協議一路做到主流協議，因此在無線音訊傳輸上低延遲、音訊壓縮、抗干擾等技術上，是鈺寶能夠與同業做出差異化的關鍵所在。
- 終端品牌廠商為確保無線傳輸產品的品質與產品是否符合國際眾

多的無線傳輸產品測試規範，皆會設立多階段嚴謹繁瑣之無線傳輸性能、模組與產品驗證測試程序，整體驗證時間冗長，進入門檻相對較高，故一旦獲得終端品牌之認證即不易被競爭對手取代，該公司經多年的努力，已累積大量國際一線品牌客戶的出貨實績，另外，該公司自行研發之音訊壓縮技術 SHDC 更於 2023 年 6 月取得日本 JAS Hi-Res 之認證，均足以說明該公司之無線音訊傳輸產品及技術，已獲日本國家級認證及國際級品牌客戶之肯定。

- 鈺寶除具備無線音訊傳輸及控制晶片設計之能力，更具備天線及模組規劃、佈局之設計開發能力，該公司可替客戶規劃晶片、記憶體及 PCB 等相關硬體之電路系統整合，製作出使其產品效能最大化之模組，並可為終端品牌客戶客製化產品，從品牌客戶規劃開發新產品開始，該公司即在開發階段偕同開發無線音訊模組，高度客製化客戶新產品之規格及音訊佈局，除了提高產品附加價值外，亦增加品牌客戶對該公司之黏著度。

公司展望

- 透過客製化服務及產品差異化功能擴大市占率

鈺寶藉由多年深耕私有協議無線傳輸市場累積之開發成果，以及晶片設計加上天線及模組規劃、佈局之設計開發能力，持續透過客製化服務及產品差異化功能擴大市占率，在技術方面，自研之低延遲高音質壓縮核心技術 SHDC，使鈺寶成為全球第一家以低延遲音訊傳輸通過 Hi-Res 認證的公司，綜觀目前市面上較為常見之音訊編碼格式，皆無可以兼具低延遲高音質之技術，目前通過此認證的公司包含 Sony、高通、華為、英國 Meridian 及鈺寶，惟其音訊品質雖獲認可，但皆不是低延遲傳輸。在電競領域上，鈺寶領先市場開發單一傳送接收器(dongle)同時支援電競級耳機、電競級鍵盤、電競級滑鼠，同時支援藍牙、2.4GHz 與 USB 有線模式，為全球第一個於 2023 Computex 與 IFA 展示此技術之公司。而無線電子樂器傳輸應用，目前亦為市面上目前唯一可做到<3ms 的極低延遲，且接收端可同時接受來自不同樂器之音訊之廠商，已具有與國際知名樂器品牌合作實績，目前與美系音響大廠合作之專案已量產出貨，且已通過 YAMAHA、Roland 及 Gibson 之認證。

- AI+MCU+無線傳輸技術進軍 AIoT 市場

鈺寶擁有抗干擾、低延遲及音訊壓縮核心技術，已成功應用在家庭劇院固定式無線喇叭的使用情境，並把技術進行提升，開始應用到移動式裝置，不只支援音訊低延遲的傳輸，也開始支援低延遲的數據傳輸，具有支援藍芽和私有模式雙模的技術，從音訊到非音訊的傳輸技術，如

鍵盤、滑鼠等，開始從私有規範結合標準規範(BT、Wi-Fi)，以此基礎，藉由搭配麥克風陣列與其他 sensor，或搭配 Wi-Fi，往 AIoT 應用擴展。例如，利用標準 Wi-Fi 訊號，透過 AI 訓練，做到人的行為偵測或細微生理偵測，相較於影像式與其他感測元件方法，這個技術無須穿戴裝置，且可兼顧隱私、成本、偵測範圍與被遮蔽的場景偵測好處。公司展望未來可逐漸從原本固定式的家庭劇院，往移動裝置、電子樂器、AR/VR 應用，甚至到智慧家庭、智慧家居或智慧照顧領域的方向發展。

損益表(百萬元)	2021	2022	2023	2024F
營業收入淨額	426.36	387.92	219.39	396.45
營業毛利	191.28	189.22	103.08	188.59
營業利益	69.47	51.66	-27.35	48.07
業外	1.49	8.67	3.91	8.57
稅前淨利	70.96	60.33	-23.44	56.63
歸屬母公司業主淨利	70.96	66.36	-22.51	57.13
普通股股本	443.98	443.98	443.98	443.98
每股盈餘	1.60	1.49	-0.51	1.29
毛利率	44.86%	48.78%	46.98%	47.57%
營業利益率	16.29%	13.32%	-12.47%	12.12%
稅後淨利率	16.64%	17.11%	-10.26%	14.41%
營業收入YoY	34.33%	-9.02%	-43.44%	80.70%
營業利益YoY	89.80%	-25.64%	-152.95%	虧轉盈
歸屬母公司淨利YoY	76.42%	-6.48%	-133.92%	虧轉盈

資料來源：鈺寶；福邦投顧整理及預估

免責聲明

福邦證券投資顧問股份有限公司以下簡稱本公司 為福邦集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。

本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。