

台灣：IC 設計

2023 年 4 月 26 日

## 智原(3035 TT)

Faraday

持有-超越同業(維持評等)

目標價(12個月)

NT\$170.0

隱含漲/跌幅

-0.6%

前次目標價

NT\$200.0

收盤價(2023/04/25)

NT\$171.0

營收組成(1Q23F)：IP 12%、NRE 19%、MP 69%。

52 週股價(高/低)：NT\$286.5/118.5



市值	NT\$	42,510 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$	3,091 百萬元
自由流通股數比例		66.9%
外資持股比率		21.9%
董監事持股比率		14.1%
調整後每股淨值(2023F)	NT\$	36.58
股價淨值比(2023F)		4.7 倍
負債比		28.8%
ESG 評級(Sustainalytics)		中(曝險程度共 5 級)

簡明損益表(NT\$百萬元)

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F
營業收入	8,085	13,065	12,163	13,127
營業利益	1,402	2,921	2,020	2,400
稅後純益	1,156	2,455	1,681	1,907
調整後 EPS(元)	4.65	9.88	6.76	7.67
稀釋後 EPS(元)	4.61	9.79	6.70	7.61
營收 YoY(%)	47.1	61.6	-6.9	7.9
營業利益 YoY(%)	840.3	108.4	-30.9	18.8
調整後 EPS YoY(%)	330.6	112.5	-31.6	13.5
毛利率	50.6	48.8	44.8	45.9
營業利益率	17.3	22.4	16.6	18.3
本益比(倍)	36.8	17.3	25.3	22.3
股價淨值比(倍)	5.4	4.9	4.7	4.2
ROE(%)	17.8	29.3	19.0	19.9
現金殖利率(%)	1.9	2.9	2.0	2.3
現金股利(元)	3.3	5.0	3.4	3.8

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李維

Wayne.W.Lee@yuanta.com

## 庫存調整遞延效應 2023 年營運展望轉趨保守

- ▶ 1Q23 EPS 2.02 元，符合預期。預估 2Q23 營收季減 10%、毛利率下滑 1~2 個百分點，展望低於預期。
- ▶ 展望 2023 年隨著景氣轉差、供應鏈存貨堆積影響客戶提貨速度、新量產時程及開案需求，因而營運動能明顯減緩。
- ▶ 下修 2023/24 年獲利 16%/8%、維持持有評等、目標價下調至 170 元，係因展望低於預期、接案毛利率轉差及稅率假設調整。

### 1Q23 EPS 2.02 元，符合預期

1Q23 EPS 2.02 元，符合預期。其中毛利率季減 3 個百分點達 44.7%，主要提列存貨跌價損失/估計影響毛利率 3 個百分點，費用季減 10%/費用率季減 2.8 個百分點，業外淨損失 1,000 萬，主要為匯兌損失。1Q23 營收結構分別為 IP(矽智財) 12%、NRE(委託設計) 19%、MP(量產) 69%，其中 IP、NRE 創歷史新高；1Q23 MP 應用別中通訊網路 14%、行業用 48%、AIoT 31%、影音多媒體佔 7%；NRE 製程別以 <28nm 佔比約 6 成，量產製程以 55~90nm 佔比接近 4 成為最大宗。

### 估 2Q23 營收季減 10%、毛利率季減 1~2 百分點，展望低於預期

公司預期 2Q23 營收季減 10%、年減 13%，各產品線 IP、NRE、MP 降幅差異不大，但為全年谷底，其中 MP 持續受到客戶庫存調整影響，然雅特力 MCU 低點落在 1Q23，2Q23 隨著中國解封、教育市場需求回溫而有機會小幅成長。本季毛利率估計季減 1~2 個百分點，主要受到產品組合因素影響，其中 IP、NRE 金額下降，排除存貨跌價提列因素，亦隱含 MP 接案毛利率有下滑趨勢，整體展望低於預期。以此推估 2Q23 EPS 1.49 元/季減 26%，較前次報告下修 33%。1Q23 庫存天數季增 17 天達 135 天，預期 2Q23 庫存水位回到 1Q22 水準/金額降至 20 億以下(季減約 13%)，DOI 將落底。

### 2023 年受到總體經濟轉差、供應鏈庫存調整，營運動能明顯趨緩

過去一年來自供應鏈產能吃緊外溢效應、客戶開案積極、新開案轉量產及智慧電表訂單回籠等成長高峰已過。2023 年預期 IP、NRE 創新高，但 MP 受到景氣不佳、供應鏈庫存調整、客戶提貨速度放緩，動能轉差。因此，公司最新預期全年營收年減高個位數，較前次說法轉趨保守。雅特力 MCU 自 2H22 以來受 MCU 市況反轉、大幅提列存貨跌價損失，拖累公司營運表現，然 1Q23 營收佔比降至 6%、2Q23 出貨小幅回升，預估 2023 年雅特力營收貢獻 YoY 衰退 5 成，但存貨跌價損失負面效應降低。中長期隨著開案堆疊及轉量產有助 MP 穩健成長，惟目前供應鏈仍處存貨調整、晶圓產能鬆動、中國市場需求能見度不高，恐將影響後續營運表現。本中心最新預估 2023/2024 EPS 為 6.76/7.67 元，分別下修 16%/8%。

## 營運分析

### 1Q23 財報符合預期，2Q23 將為全年營運谷底

智原科技 1Q23 營收季增 0.4%/年增 1.7% 至 32.6 億元，略優於本中心/低市場預期約 0.3%/0.5%，整體符合公司先前財測；而毛利率在存貨跌價損失的衝擊下(庫存跌價損失影響約 3 個百分點)，分別季減 2.9 個百分點/年減 5.0 個百分點達 44.7%，低於本中心/市場預期約 0.6/0.6 個百分點；本季 EPS 下滑至 2.02 元，優於本中心/劣於市場預期 1.6%/6.1%。此外，1Q23 庫存天數季增 17 天至 135 天，但絕對金額減少 7 億，預期 1Q23 將會是庫存天數高峰，絕對存貨金額在 2Q23 會降到 20 億以下。

展望 2Q23，預期營收將會季減約 10%，IP/NRE/MP 三大產品線都會季減~10%，惟預期 2Q23 將是全年營運谷底；毛利率部分則預期在產品組合調整下(IP、NRE 營收金額減少)，將季減 1-2 個百分點。展望 2023 年，整體營收預期將年減高個位數，IP(矽智財)與 NRE(委託設計)營收有望維持年增態勢，並創歷史新高，但 MP (量產)營收則在客戶庫存調整下，恐將年減，惟經營層仍樂觀預估 2023-2025 年 MP (量產)營收年增長率可達 20-30%。本中心推估 2023 年營收將年減 7%、EPS 6.76 元/年減 32%。

圖 1：2023 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q22A	4Q22A	1Q23F	季增率	年增率	1Q23		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,207	3,250	3,262	0.4%	1.7%	3,253	3,278	0.3%	-0.5%
營業毛利	1,593	1,547	1,458	-5.7%	-8.5%	1,475	1,484	-1.1%	-1.8%
營業利益	736	651	650	-0.3%	-11.6%	610	605	6.6%	7.4%
稅前利益	847	613	640	4.4%	-24.4%	584	636	9.6%	0.6%
稅後淨利	670	524	502	-4.3%	-25.1%	494	533	1.6%	-5.8%
調整後 EPS (元)	2.70	2.11	2.02	-4.3%	-25.1%	1.99	2.15	1.6%	-6.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	49.7%	47.6%	44.7%	-2.9	-5.0	45.3%	45.3%	-0.6	-0.6
營業利益率	22.9%	20.0%	19.9%	-0.1	-3.0	18.7%	18.5%	1.2	1.5
稅後純益率	20.9%	16.1%	14.7%	-0.8	-5.5	15.2%	16.3%	0.2	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

## 產業概況

### IC 設計服務商透過新接案及轉量產來創造獲利，中長期受惠 ASIC 委外開發趨勢

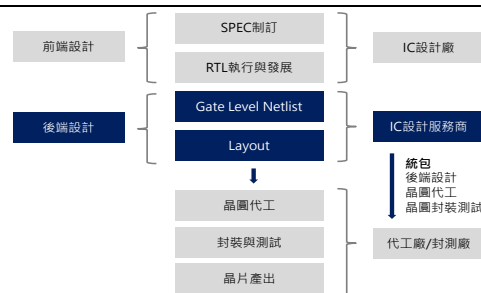
隨著半導體產業對晶片功能和性能要求增加，晶片結構日漸複雜、造價亦越來越昂貴，使得 IC 設計工作困難度日益提高，進而成為 IC 設計服務業者重要之商機與切入點。IC 設計服務商可從最初的產品概念、規格制定、開發、驗證、製造、生產到最終成品等各階段中協助下游客戶開發晶片，客戶可彈性地選擇在任何環節切入半導體設計的產業鏈，並由設計服務業者完成後續統包作業。

IC 設計服務商之營運以替客戶代為設計 IC 為主，其本身並沒有產品，整體業務通常可分為委託設計(NRE，Non-Recurring Engineering)及量產服務(Turnkey)，NRE 主要透過提供設計廠各種矽智財(IP)及設計元件資料庫以接案開發產品，並收取一次性 NRE 費用來營利；而透過 NRE 委外設計的 IC 晶片，經過 1-2 年設計開發完成後，若客戶本身並不具備與晶圓代工、封測等廠商業務往來的經驗，但又想爭取有競爭力的投片價格與優異的技術服務，便會進一步透過和 IC 設計服務商代為投片量產，以達成大量生產之需求，這部分業務則稱為 Turnkey。

一般而言，NRE、Turnkey 之毛利率分別約落在 30%-40%、10%-20%，然根據不同案件、客戶、規模、製程、應用、提供服務之數量等，仍會使利潤略有所差異。此外，儘管 Turnkey 毛利率較低，但由於案件已進入到量產階段，IC 設計服務商僅需耗費少部分營運量能便可帶來可觀的營收貢獻，故 NRE 案件最終是否能順利轉 Turnkey 亦將成為廠商在接案上的重要考量因素。

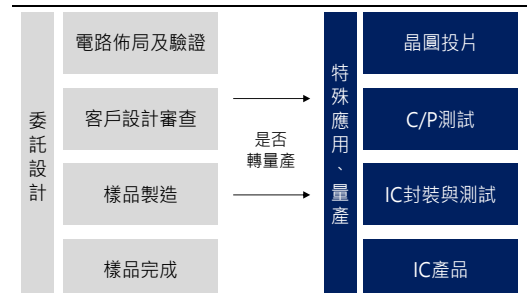
隨 5G/AI/HPC 需求於近年激增及晶圓代工廠持續往更先進製程邁進，未來將會有越來越多的系統/品牌廠出現差異化晶片或自行研發晶片的需求，研調機構 Allied Market Research 指出，全球 ASIC 晶片市場將於 2026 年達到 280.5 億美元，2019~2026 年 CAGR 可望達 8.6%，中長期而言 IC 設計服務產業有望受惠半導體產業大勢。

圖 2：設計服務商負責設計後之統包服務



資料來源：元大投顧

圖 3：營運模式以 NRE 及 Turnkey 為主



資料來源：元大投顧

## 獲利調整及股票評價

### 維持持有評等，目標本益比 25 倍

本中心維持智原之「持有-超越同業」評等，基於以下幾點：(1) 1Q23 EPS 2.02 元，符合預期；(2) 2Q23 預估營收季減 10%、年減 13%、毛利率受到產品組合轉差，估計季減 1~2 個百分點，低於預期；(3) 1H23 遞延反應供應鏈存貨調整效應，使晶圓產能面臨進一步鬆動。另外，中國市場訂單能見度低，客戶提貨速度放緩，影響營收認列亦或後續開案的進度，2023 年 MP 營收動能明顯轉差；(4) 元大最新預估 2023/24 年營收分別下滑 7%/成長 8%，EPS 6.76/7.67 元，下修獲利 16%/8%，基於公司對 2Q23、2023 年展望較先前略顯保守而調整營收獲利假設基礎。

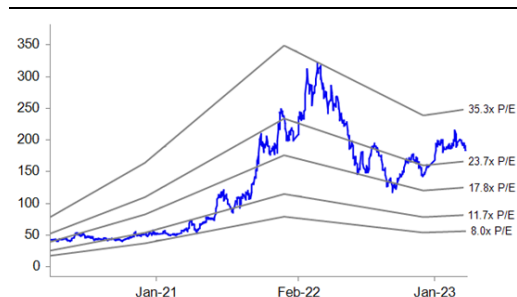
2023 年本益比 25 倍落於過去兩年公司本益比評價區間 10~35 倍的中上緣，低於國內同業平均本益比 33 倍、國外同業平均本益比約 39 倍。惟考量智原近二年來自供應鏈吃緊的外溢效應、NRE 恢復動能及客戶積極開案轉量產的成長高峰已過，維持「持有-超越大盤」評等，給予 2023 EPS 目標本益比 25 倍，推得目標價 170 元。

圖 4：2023 和 2024 年財務預估調整

百萬元	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	12,163	12,755	13,127	13,067	-4.6%	0.5%
營業毛利	5,444	6,000	6,020	6,167	-9.3%	-2.4%
營業利益	2,020	2,435	2,400	2,527	-17.0%	-5.0%
稅前利益	2,034	2,433	2,428	2,555	-16.4%	-4.9%
稅後淨利	1,681	2,008	1,907	2,066	-16.3%	-7.7%
調整後 EPS (元)	6.76	8.08	7.67	8.31	-16.3%	-7.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	44.8%	47.0%	45.9%	47.2%	-2.3	-1.3
營業利益率	16.6%	19.1%	18.3%	19.3%	-2.5	-1.1
稅後純益率	13.8%	15.7%	14.5%	15.8%	-1.9	-1.3

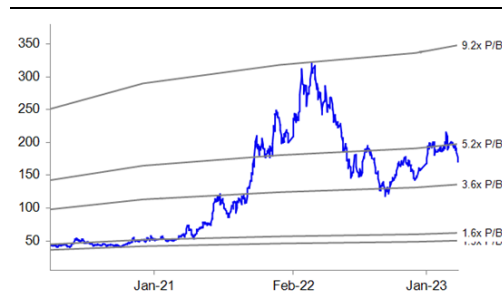
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比 (倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
智原	3035 TT	持有-超越同業	171	1,371	9.88	6.76	7.67	17.3	25.3	22.3	112.5	-31.6	13.5
國外同業													
Synopsys	SNPS US	未評等	376	57,215	8.9	10.6	12.1	42.4	35.5	31.0	78.4	19.5	14.4
Cadence	CDNS US	未評等	213	58,188	4.2	5.0	5.6	50.4	42.6	37.7	66.2	18.1	13.0
國外同業平均								46.4	39.1	34.4	72.3	18.8	13.7
國內同業													
創意	3443 TT	買進	933	4,080	27.7	30.9	39.2	33.7	30.2	23.8	154.0	11.5	27.0
世芯-KY	3661 TT	未評等	1,135	2,678	27.9	41.5	55.7	40.6	27.4	20.4	30.9	48.5	34.4
M31	6643 TT	買進	555	574	12.0	13.1	16.3	46.3	42.3	34.1	47.9	9.5	23.9
國內同業平均								40.2	33.3	26.1	77.6	23.2	28.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 8：季度及年度簡明損益表 (合併)

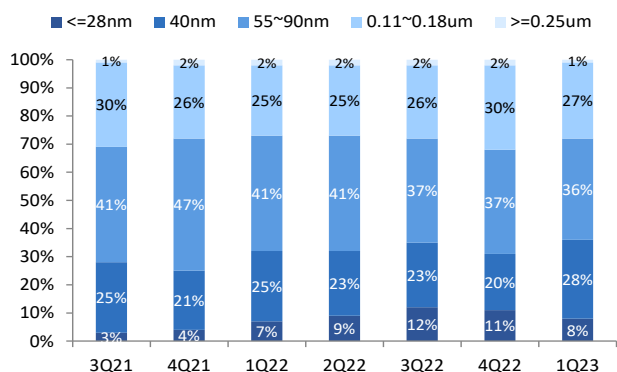
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	2023F	2024F
營業收入	3,262	2,937	2,958	3,006	3,119	3,254	3,361	3,393	12,163	13,127
銷貨成本	(1,804)	(1,658)	(1,612)	(1,645)	(1,654)	(1,713)	(1,861)	(1,880)	(6,719)	(7,107)
營業毛利	1,458	1,279	1,346	1,361	1,465	1,541	1,500	1,513	5,444	6,020
營業費用	(808)	(848)	(878)	(890)	(870)	(900)	(920)	(930)	(3,424)	(3,620)
營業利益	650	431	468	471	595	641	580	583	2,020	2,400
業外利益	(10)	4	10	10	4	4	10	10	14	28
稅前純益	640	435	478	481	599	645	590	593	2,034	2,428
稅後淨利	478	355	393	401	479	516	472	474	1,627	1,942
少數股東權益	(24)	(15)	(10)	(5)	5	10	10	10	(54)	35
所得稅費用	(162)	(80)	(85)	(80)	(120)	(129)	(118)	(119)	(407)	(486)
歸屬母公司稅後純益	502	370	403	406	474	506	462	464	1,681	1,907
調整後每股盈餘(NT\$)	2.02	1.49	1.62	1.63	1.91	2.04	1.86	1.87	6.76	7.67
調整後加權平均股數(百萬股)	249	249	249	249	249	249	249	249	249	249
重要比率										
營業毛利率	44.7%	43.5%	45.5%	45.3%	47.0%	47.4%	44.6%	44.6%	44.8%	45.9%
營業利益率	19.9%	14.7%	15.8%	15.7%	19.1%	19.7%	17.3%	17.2%	16.6%	18.3%
稅前純益率	19.6%	14.8%	16.2%	16.0%	19.2%	19.8%	17.6%	17.5%	16.7%	18.5%
稅後純益率	14.7%	12.6%	13.6%	13.5%	15.2%	15.6%	13.8%	13.7%	13.8%	14.5%
有效所得稅率	25.3%	18.4%	17.8%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.1%	20.0%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	0.4%	-10.0%	0.7%	1.6%	3.8%	4.3%	3.3%	1.0%		
營業利益	-0.2%	-33.7%	8.6%	0.6%	26.3%	7.7%	-9.5%	0.5%		
稅後純益	-4.3%	-26.3%	8.9%	0.7%	16.7%	6.8%	-8.7%	0.4%		
調整後每股盈餘	-4.3%	-26.3%	8.7%	0.6%	17.2%	6.8%	-8.8%	0.5%		
年增率(%)										
營業收入	1.7%	-12.7%	-8.8%	-7.5%	-4.4%	10.8%	13.6%	12.9%	-6.9%	7.9%
營業利益	-11.6%	-47.7%	-34.1%	-27.7%	-8.5%	48.7%	23.9%	23.8%	-30.9%	18.8%
稅後純益	-25.1%	-44.0%	-32.7%	-22.6%	-5.6%	36.8%	14.6%	14.3%	-35.2%	19.4%
調整後每股盈餘	-25.1%	-44.0%	-32.8%	-22.7%	-5.6%	36.9%	14.8%	14.7%	-31.6%	13.5%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據加權平均股數計算。

## 公司簡介

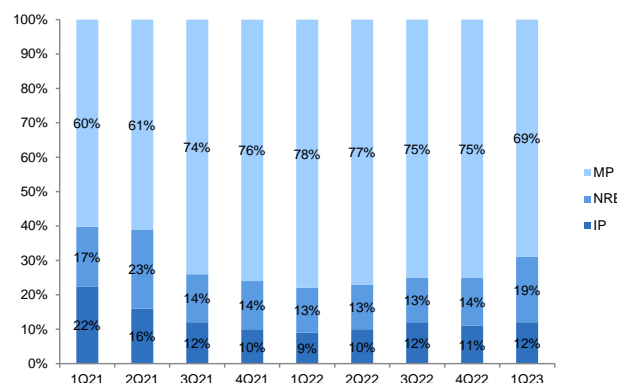
智原科技成立於 1993 年，為聯電集團旗下的 IC 設計服務公司，主要提供 ASIC 服務（特殊應用積體電路）與矽智財 IP 授權服務，其 ASIC 團隊擁有超過 25 年經驗，成功完成數千個 ASIC 設計案，平均每年出貨晶片達數億顆。公司營收組成中量產約占 60-70%、委託設計約占 15-25%、矽智財約占 15%，下游終端應用包括通訊網路、行業用、AIoT、多媒體、消費性電子、PC 周邊等，製程技術則以 40/28/22 奈米等成熟製程節點為主。

圖 9：智原量產仍以成熟製程為主



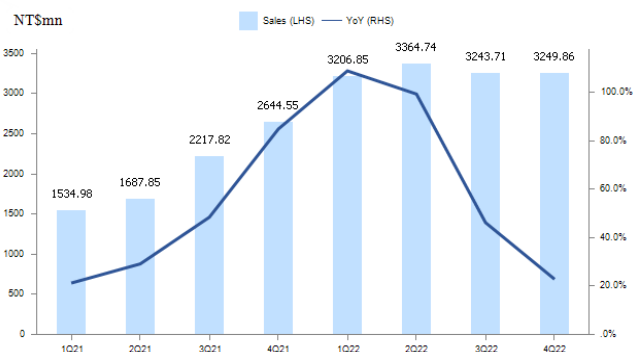
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：營收組成



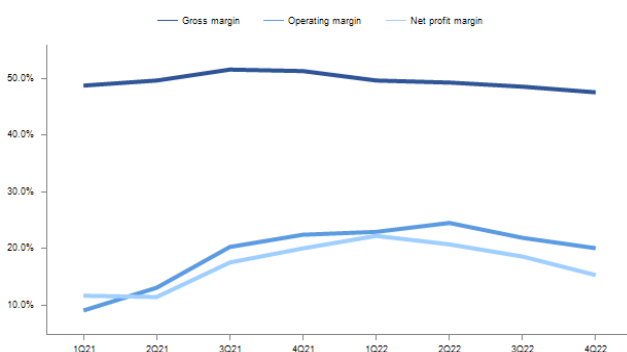
資料來源：公司資料

圖 11：營收趨勢



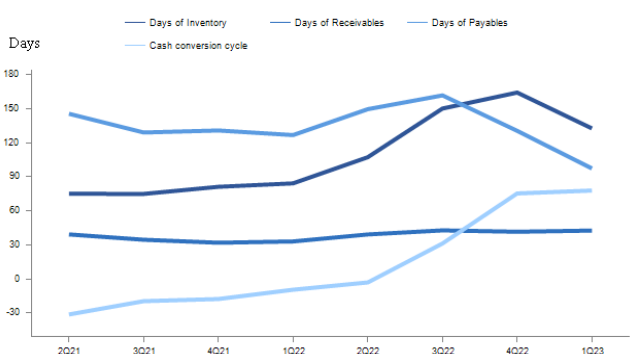
資料來源：CMoney、公司資料

圖 12：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料



## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：智原整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名中間的位置，但在半導體設計與製造行業中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：智原的整體曝險屬於中等水準，略優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、資源使用及商業道德等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：智原在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。智原於 ESG 的揭露程度極佳，顯示其對投資人及大眾的高度責任感，儘管智原有部分 ESG 措施及政策，然仍不足完全控制相關風險。總體來說，智原目前並未涉及與 ESG 相關的重大爭議。

圖 15：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	26.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	46.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力(B)	46.7
風險評級	中
同業排行(1~100，1 為最佳)	32

資料來源：Sustainalytics (2023 年 04 月 25 日)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

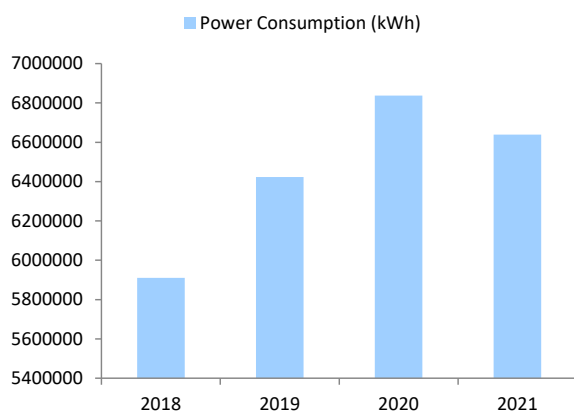
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級：低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

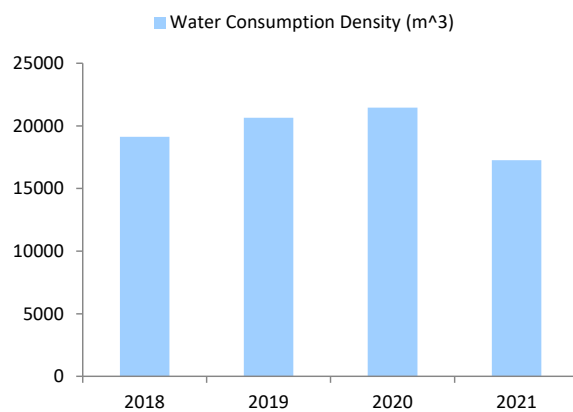
註 4：執行力分數評級：弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 16：年度電力使用 (度)



資料來源：公司資料

圖 17：年度水資源使用 (度)



資料來源：公司資料

資產負債表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
現金與短期投資	3,048	4,763	4,873	6,759	8,468
存貨	501	1,321	3,017	2,064	1,636
應收帳款及票據	691	939	1,354	1,179	1,554
其他流動資產	462	370	511	489	489
流動資產	4,702	7,392	9,754	10,491	12,147
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產	539	518	514	520	578
無形資產	259	505	615	615	615
其他非流動資產	2,698	3,621	2,629	612	258
非流動資產	3,497	4,644	3,759	4,026	3,730
資產總額	8,199	12,037	13,513	14,516	15,877
應付帳款及票據	645	1,372	1,129	1,080	1,374
短期借款	0	0	127	425	425
什項負債	969	2,134	2,899	2,601	2,601
流動負債	1,614	3,506	4,156	4,106	4,400
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	244	376	388	388	388
長期負債	244	376	388	388	388
負債總額	1,858	3,881	4,544	4,495	4,788
股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
資本公積	725	706	706	706	706
保留盈餘	2,371	3,279	4,930	5,422	6,454
什項權益	713	1,370	478	478	478
歸屬母公司之權益	6,294	7,840	8,599	9,091	10,123
非控制權益	47	315	369	315	350
股東權益總額	6,341	8,155	8,969	9,407	10,473
資料來源：公司資料、元大投顧					

現金流量表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
本期純益	256	1,290	2,510	1,627	1,942
折舊及攤提	434	405	473	479	418
本期營運資金變動	(114)	(597)	(2,319)	1,078	347
其他營業資產 及負債變動	125	1,408	535	461	451
營運活動之現金流量	701	2,506	1,200	3,238	2,671
資本支出	(33)	(41)	(86)	(131)	(122)
本期長期投資變動	(81)	0	0	0	0
其他資產變動	25	(548)	(291)	0	0
投資活動之現金流量	(90)	(588)	(377)	(131)	(122)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	0	0	127	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(273)	(249)	(820)	(1,243)	(840)
其他調整數	(35)	49	(89)	0	0
融資活動之現金流量	(308)	(200)	(782)	(1,243)	(840)
匯率影響數	(30)	(3)	69	0	0
本期產生現金流量	272	1,715	110	1,864	1,709
自由現金流量	668	2,465	1,114	3,039	2,557
資料來源：公司資料、元大投顧					

損益表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
營業收入	5,495	8,085	13,065	12,163	13,127
銷貨成本	(2,896)	(3,995)	(6,690)	(6,719)	(7,107)
營業毛利	2,600	4,090	6,375	5,444	6,020
營業費用	(2,451)	(2,688)	(3,454)	(3,424)	(3,620)
推銷費用	(288)	(360)	(475)	(471)	(498)
研究費用	(1,854)	(2,037)	(2,422)	(2,401)	(2,539)
管理費用	(278)	(366)	(542)	(551)	(583)
其他費用	(30)	75	(14)	0	0
營業利益	149	1,402	2,921	2,020	2,400
利息收入	11	13	33	35	28
利息費用	(7)	(6)	(6)	(3)	(3)
利息收入淨額	4	7	27	32	28
投資利益(損失)淨額	149	70	90	0	0
匯兌損益	(9)	9	12	0	0
其他業外收入(支出)淨額	20	14	7	(11)	0
稅前純益	313	1,502	3,057	2,034	2,428
所得稅費用	(57)	(212)	(547)	(407)	(486)
稅後純益	256	1,290	2,510	1,627	1,942
少數股權淨利	(12)	134	56	(54)	35
歸屬母公司之淨利	268	1,156	2,455	1,681	1,907
稅前息前折舊攤銷前淨利	754	1,913	3,537	2,498	2,818
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.08	4.65	9.88	6.76	7.67
資料來源：公司資料、元大投顧					
主要財務報表分析					
年初至 12 月	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
年成長率 (%)					
營業收入	3.6	47.1	61.6	(6.9)	7.9
營業利益	(62.6)	840.3	108.4	(30.9)	18.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	(12.6)	153.8	84.9	(29.4)	12.8
稅後純益	(23.9)	403.9	94.6	(35.2)	19.4
調整後每股盈餘	(22.9)	330.6	112.5	(31.6)	13.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	47.3	50.6	48.8	44.8	45.9
營業利益率	2.7	17.3	22.4	16.6	18.3
稅前息前淨利率	5.6	18.5	23.4	16.6	18.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	13.7	23.7	27.1	20.5	21.5
稅前純益率	5.7	18.6	23.4	16.7	18.5
稅後純益率	4.7	16.0	19.2	13.8	14.5
資產報酬率	3.2	12.8	19.7	11.4	12.8
股東權益報酬率	4.4	17.8	29.3	19.0	19.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	29.3	47.6	50.7	47.8	45.7
淨負債權益比(%)	(48.1)	(58.4)	(52.9)	(67.3)	(76.8)
利息保障倍數 (倍)	48.6	257.2	481.2	679.0	0
流動比率 (%)	291.3	210.9	234.7	255.5	276.1
速動比率 (%)	260.3	173.2	162.1	205.2	238.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(3,048)	(4,763)	(4,746)	(6,334)	(8,043)
調整後每股淨值 (NT\$)	25.32	31.54	34.59	36.58	40.73
評價指標 (倍)					
本益比	158.3	36.8	17.3	25.3	22.3
股價自由現金流量比	63.8	17.3	38.2	14.0	16.7
股價淨值比	6.8	5.4	4.9	4.7	4.2
股價稅前息前折舊攤銷前	56.5	22.3	12.0	17.1	15.1
股價營收比	7.8	5.3	3.3	3.5	3.2
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。					

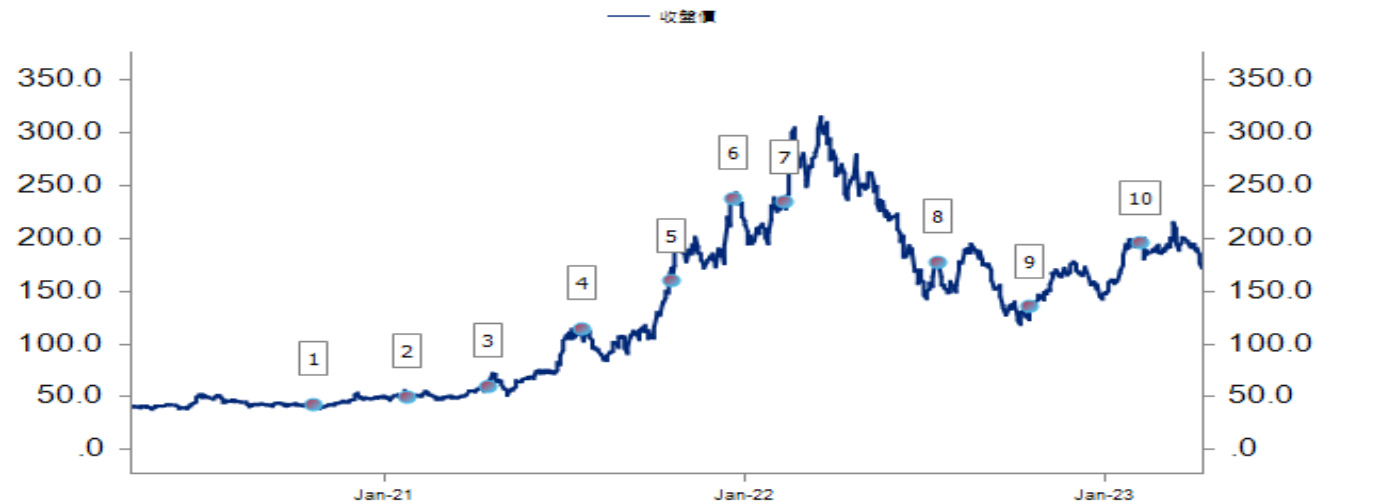


# 附錄 A：重要披露事項

## 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

智原 (3035 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20201028	42.80	45.00	43.62	持有-超越同業	陳娟娟
2	20210127	52.50	55.00	53.32	持有-超越同業	陳娟娟
3	20210428	67.80	68.00	65.92	持有-超越同業	陳娟娟
4	20210727	116.50	120.00	117.30	持有-超越同業	陳娟娟
5	20211026	163.00	175.00	171.06	持有-超越同業	陳娟娟
6	20211224	249.00	240.00	234.59	持有-超越同業	陳娟娟
7	20220223	245.00	265.00	259.03	持有-超越同業	陳娟娟
8	20220727	163.00	195.00	195.00	持有-超越同業	陳娟娟
9	20221026	133.50	155.00	155.00	持有-超越同業	陳娟娟
10	20230222	181.00	200.00	200.00	持有-超越同業	陳娟娟

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

## 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2023 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣臺北市 106 敦化南路二段  
65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.