

智原

(3035.TW/3035 TT)

可預見之風險有限；營運將重拾成長

重要訊息

凱基研究員異動。我們認為智原 2Q23 營收將大致符合公司展望之季減約 10%，主要受客戶調整庫存影響。我們預估 2Q23 毛利率將為 43.1%，對比公司展望為 42.7-43.7% (季減 1-2 個百分點)。待今年庫存修正結束後，我們看好 2024-25 年智原營運將恢復成長。

評論及分析

2H23 下檔風險有限。公司預估 2023 年營收將年減高個位數百分比(衰退主要為量產業務)，主因 2021-22 年需求異常且晶圓供應緊俏導致客戶建立超額庫存，且 2023 年初客戶超額釋出採購訂單(PO)亦造成 2Q23 起太陽能、智慧電表與網通以外應用之拉貨需求推遲。然而，由於客戶依約不得取消 PO 且 ASIC 庫存去化週期較短，我們認為庫存修正僅為短期不利因素。我們預期 2H23 存貨將逐季下滑，庫存呆滯損失回沖利益將有益於智原。另一方面，2023 年 IP 與 NRE 營收有望創新高，且太陽能、智慧電表與網通專案將持續支撐 MP 營收。同時，我們預期疲弱 MCU 需求之不利因素可控，係因該業務基期較低(僅貢獻 1Q23 營收之 6%)，且 2Q23 有所改善。

強勁 MP pipeline 與 IP 業務潛在上檔將帶動 2024-25 年營運重回成長。我們預期 2024-25 年智原將持續聚焦 MP 業務，係因公司：(1)穩步取得設計定案(每年獲取 40-50 項新案)，大致不受景氣放緩影響，專案總量將持續擴大；(2)完整的 IP 生態系與 IP 客製化能力有助爭取新專案；(3)更著重產品生命週期長之專案；與(4)目前進入量產之專案比例不及 50%。儘管 2023 年營運可能面臨短期下滑，但管理層預估 2023-25 年 MP 業務營收將年複合成長 20-30%。同時，隨著美中對峙升溫，我們預期在中國營運的全球 IP 與電子設計自動化(EDA)工具業者遭受管制以及中國尚未健全的 IP 生態系皆有利智原之 IP 業務。公司表示中國客戶對 IP 授權需求與日俱增，可望抵消今年聯電(2303 TT, NT\$53.7, 增加持股)產能利用率下滑導致權利金收入減少的影響。鑑於 IP 授權需求穩健且 2024 年後客戶專案進入量產將推升權利金收入，我們正面看待智原 IP 業務之後續潛力。

投資建議

我們認為公司營運上的短期疑慮已大致緩解，未來可預見之風險有限。我們看好穩定的雙業務(IP 與 ASIC 設計服務)模式將帶動 2024-25 年營收與獲利持續向上。考量獲利可望穩健年複合成長 36.8%且風險報酬具吸引力，我們將目標本益比上修至 25 倍(五年歷史區間為 9-53 倍)，目標價 240 元，係基於 2024 年每股盈餘預估之 25 倍，投資評等調升為「增加持股」。

投資風險

競爭加劇；需求下滑；全球經濟衰退。

增加持股·調升

收盤價 June 20 (NT\$)	196.0
12 個月目標價 (NT\$)	240.0
前次目標價 (NT\$)	180.0
調升 (%)	33.3
上漲空間 (%)	22.4

焦點內容

我們認為公司營運上的短期疑慮已大致緩解，未來可預見之風險有限。我們看好穩定的雙業務(IP 與 ASIC 設計服務)模式將帶動 2024-25 年營收與獲利持續向上。

交易資料表

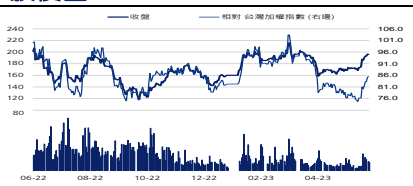
市值：(NT\$bn/US\$m)	48.72 / 1,583
流通在外股數 (百萬股)：	248.6
外資持有股數 (百萬股)：	57.63
3M 平均成交量 (百萬股)：	9.12
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	118.5 - 215.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.6	25.6	-2.7
相對表現 (%)	-8.8	4.3	-14.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.70A	2.66A	2.41A	2.11A
2023	2.02A	1.43F	1.64F	1.82F
2024	1.90F	2.29F	2.60F	2.72F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

劉明龍, CFA
886.2.2181.8741
michaelliu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

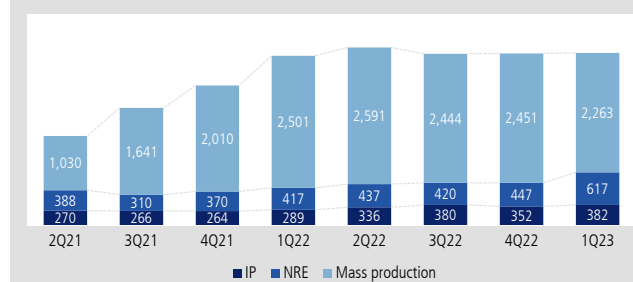
主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	8,085	13,065	12,135	13,955	16,567
營業毛利 (NT\$百萬)	4,090	6,375	5,439	6,440	7,934
營業利益 (NT\$百萬)	1,402	2,921	2,061	2,851	3,938
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,156	2,455	1,718	2,366	3,216
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.91	9.52	12.94
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	3.50	4.82	6.55
每股盈餘成長率 (%)	330.6	112.3	(30.0)	37.7	35.9
本益比 (x)	42.1	19.8	28.4	20.6	15.1
股價淨值比 (x)	6.2	5.7	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA (x)	15.0	10.3	12.1	9.2	6.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.7	2.6	1.8	2.5	3.3
股東權益報酬率 (%)	16.4	29.9	19.0	23.0	26.7

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：智原營收(按解決方案)

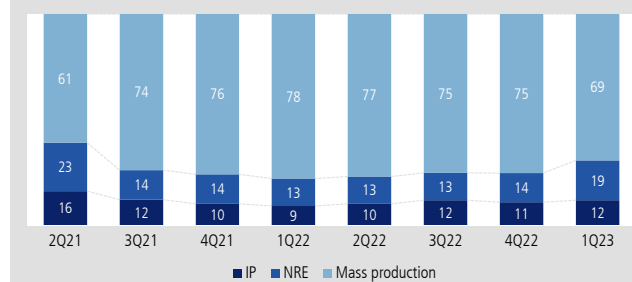
各解決方案營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基投顧

圖 2：智原營收結構(按解決方案)

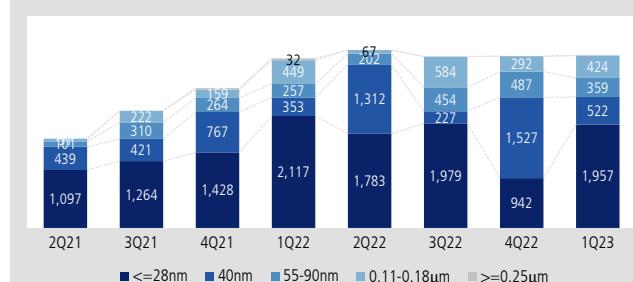
各解決方案營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：智原 NRE 營收(按製程)

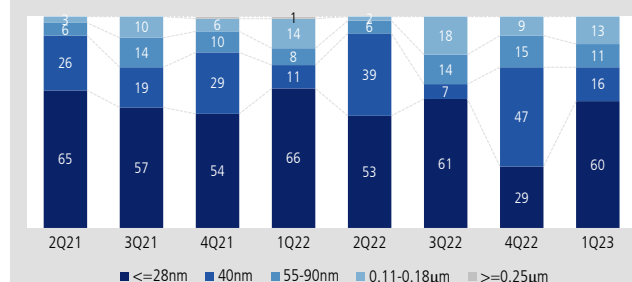
各製程 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：智原 NRE 營收結構(按製程)

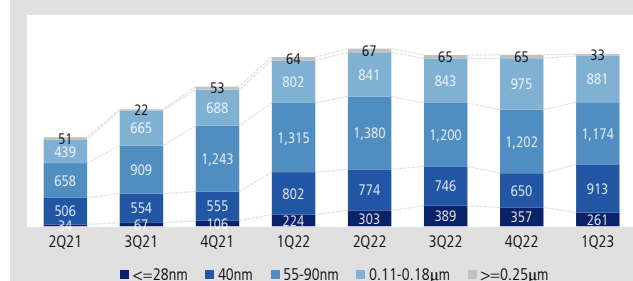
各製程 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：智原量產營收(按製程)

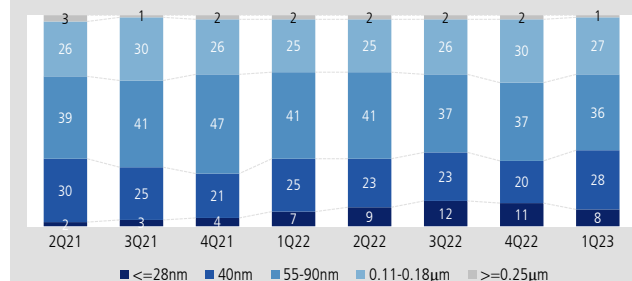
各製程量產營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：智原量產營收結構(按製程)

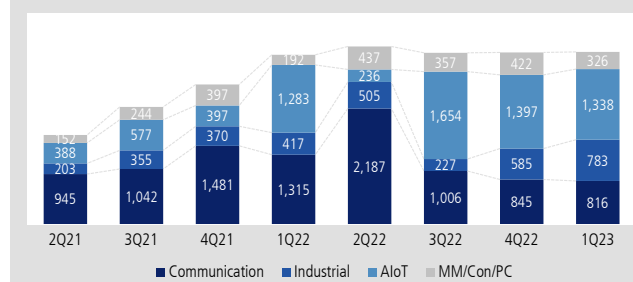
各製程量產營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：智原 NRE 營收(按應用)

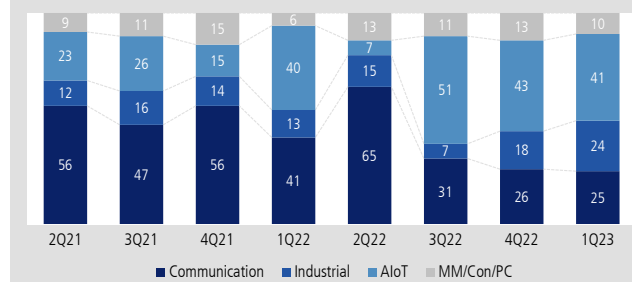
各應用 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：智原 NRE 營收結構(按應用)

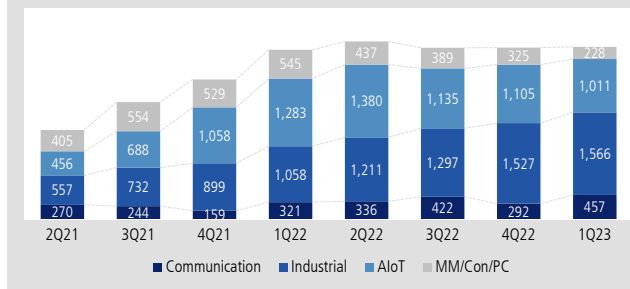
各應用 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：智原量產營收(按應用)

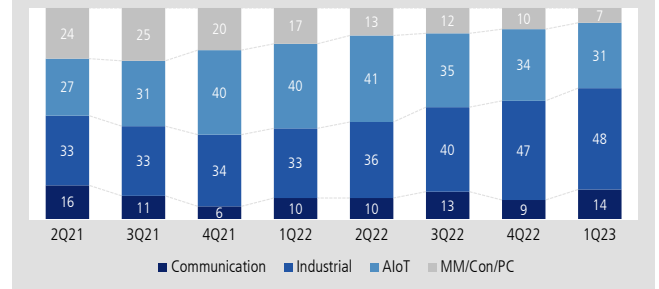
各應用量產營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 10：智原量產營收結構(按應用)

各應用量產營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：2Q-3Q23 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2Q23F							3Q23F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,913	3,442	(15.4)	(10.7)	(13.4)	2,926	(0.4)	2,949	3,669	(19.6)	1.2	(12.3)	2,966	(0.5)
毛利	1,256	1,623	(22.6)	(13.9)	(24.3)	1,263	(0.6)	1,326	1,761	(24.7)	5.6	(20.1)	1,348	(1.6)
營業利益	408	746	(45.3)	(37.2)	(50.5)	420	(2.7)	471	837	(43.7)	15.4	(42.9)	520	(9.5)
稅後淨利	356	601	(40.8)	(29.1)	(46.2)	348	2.2	408	677	(39.8)	14.6	(38.3)	409	(0.4)
每股盈餘(元)	1.43	2.42	(40.7)	(29.1)	(46.2)	1.40	2.1	1.64	2.72	(39.8)	14.6	(38.3)	1.64	(0.1)
毛利率(%)	43.1	47.2	(4.0)ppts	(1.6)ppts	(6.2)ppts	43.2	(0.1)ppts	45.0	48.0	(3.0)ppts	1.9 ppts	(4.4)ppts	45.5	(0.5)ppts
營業率(%)	14.0	21.7	(7.6)ppts	(5.9)ppts	(10.5)ppts	14.3	(0.3)ppts	16.0	22.8	(6.8)ppts	2.0 ppts	(8.5)ppts	17.5	(1.6)ppts
淨利率(%)	12.2	17.5	(5.2)ppts	(3.2)ppts	(7.4)ppts	11.9	0.3 ppts	13.8	18.5	(4.6)ppts	1.6 ppts	(5.8)ppts	13.8	0.0 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 12：2023-24 年財測修正與 2025 年財測暨凱基與市場共識比較

百萬元	2023F						2024F						2025F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	12,135	14,271	(15.0)	(7.1)	12,155	(0.2)	13,955	16,024	(12.9)	15.0	13,942	0.1	16,567	18.7	16,335	1.4
毛利	5,439	6,759	(19.5)	(14.7)	5,465	(0.5)	6,440	7,708	(16.4)	18.4	6,531	(1.4)	7,934	23.2	7,980	(0.6)
營業利益	2,061	3,131	(34.2)	(29.5)	2,096	(1.7)	2,851	3,612	(21.1)	38.3	2,974	(4.1)	3,938	38.1	4,175	(5.7)
稅後淨利	1,718	2,527	(32.0)	(30.0)	1,692	1.5	2,366	2,934	(19.4)	37.7	2,430	(2.6)	3,216	35.9	3,436	(6.4)
每股盈餘(元)	6.91	10.17	(32.0)	(30.0)	6.81	1.6	9.52	11.81	(19.4)	37.7	9.74	(2.3)	12.94	35.9	13.65	(5.2)
毛利率(%)	44.8	47.4	(2.5)ppts	(4.0)ppts	45.0	(0.1)ppts	46.2	48.1	(2.0)ppts	1.3 ppts	46.8	(0.7)ppts	47.9	1.7 ppts	48.9	(1.0)ppts
營業率(%)	17.0	21.9	(5.0)ppts	(5.4)ppts	17.2	(0.3)ppts	20.4	22.5	(2.1)ppts	3.4 ppts	21.3	(0.9)ppts	23.8	3.3 ppts	25.6	(1.8)ppts
淨利率(%)	14.2	17.7	(3.5)ppts	(4.6)ppts	13.9	0.2 ppts	17.0	18.3	(1.4)ppts	2.8 ppts	17.4	(0.5)ppts	19.4	2.5 ppts	21.0	(1.6)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

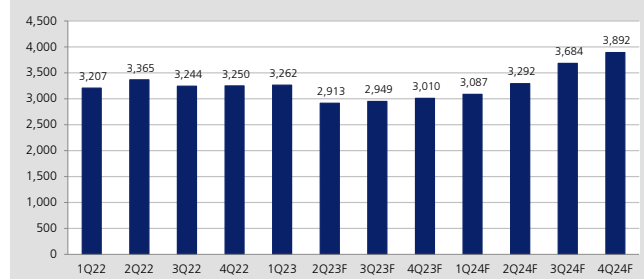
圖 13：公司概況

智原成立於 1993 年，主要提供客戶 ASIC 設計服務與自有矽智財授權，為台灣首家提供 ASIC/設計服務業務之企業，其中，聯電 (2303 TT, NT\$53.7, 增加持股) 為最大股東，持股 14.07%。公司具備前端與後端設計能力，且自主發展之矽智財解決方案超過 3,000 項。總部位於台灣新竹，研發基地與銷售據點分佈於美國、日本、中國、印度與越南，並提供客戶在地化與及時的業務支援。

資料來源：公司資料，凱基

圖 15：季營業收入

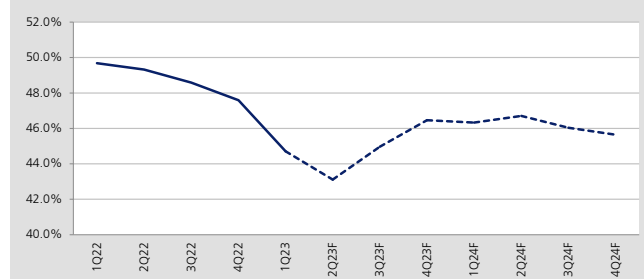
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 17：毛利率

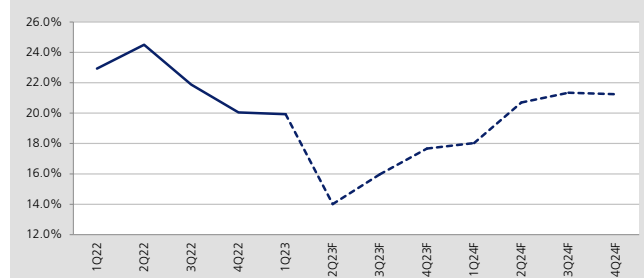
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 19：營業利潤率

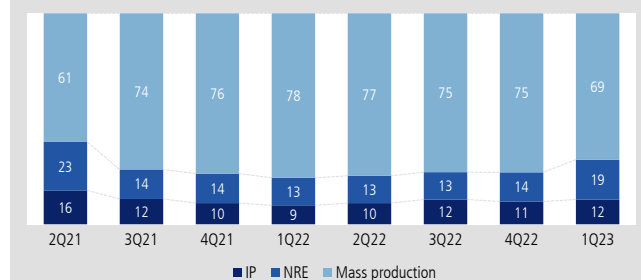
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：營收佔比(按解決方案)

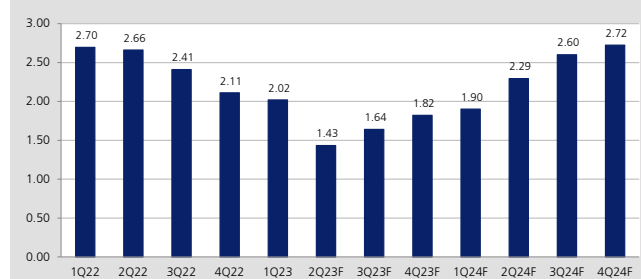
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 16：每股盈利

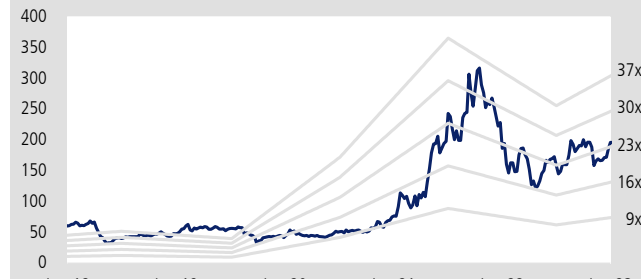
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 18：未來一年預估本益比區間

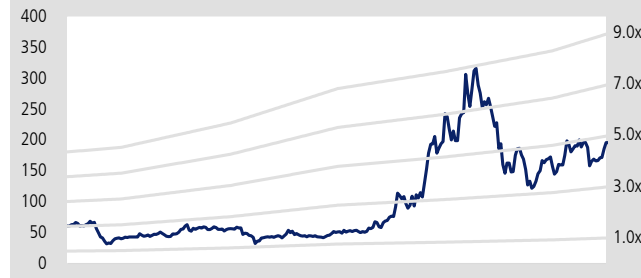
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 20：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,262	2,913	2,949	3,010	3,087	3,292	3,684	3,892	12,135	13,955	16,567
營業成本	(1,804)	(1,657)	(1,623)	(1,611)	(1,657)	(1,755)	(1,988)	(2,115)	(6,696)	(7,515)	(8,633)
營業毛利	1,458	1,256	1,326	1,399	1,430	1,538	1,696	1,776	5,439	6,440	7,934
營業費用	(808)	(848)	(855)	(867)	(874)	(856)	(910)	(950)	(3,378)	(3,589)	(3,996)
營業利益	650	408	471	532	557	682	786	827	2,061	2,851	3,938
折舊	(30)	(31)	(31)	(33)	(35)	(35)	(35)	(35)	(125)	(140)	(157)
攤提	(83)	(108)	(108)	(133)	(111)	(111)	(111)	(111)	(430)	(445)	(446)
EBITDA	763	547	610	697	703	828	932	973	2,617	3,436	4,541
利息收入	11	17	21	19	20	21	15	14	68	70	67
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	20	20	20	20	20	20	20	63	80	100
總營業外收入	14	37	41	39	40	41	35	34	130	150	167
利息費用	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(14)	(14)	(12)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(22)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(52)	(40)	(40)
總營業外費用	(24)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(13)	(13)	(66)	(54)	(52)
稅前純益	640	431	498	557	583	709	808	848	2,126	2,947	4,052
所得稅費用[利益]	(162)	(99)	(115)	(128)	(134)	(163)	(186)	(195)	(504)	(678)	(932)
少數股東損益	24	24	24	24	24	24	24	24	96	96	96
非常項目前稅後純益	502	356	408	453	473	570	646	677	1,718	2,366	3,216
非常項目	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	502	356	408	453	473	570	646	677	1,718	2,366	3,216
每股盈餘 (NT\$)	2.02	1.43	1.64	1.82	1.90	2.29	2.60	2.72	6.91	9.52	12.94
獲利率 (%)											
營業毛利率	44.7	43.1	45.0	46.5	46.3	46.7	46.0	45.6	44.8	46.2	47.9
營業利益率	19.9	14.0	16.0	17.7	18.0	20.7	21.3	21.2	17.0	20.4	23.8
EBITDA Margin	23.4	18.8	20.7	23.2	22.8	25.1	25.3	25.0	21.6	24.6	27.4
稅前純益率	19.6	14.8	16.9	18.5	18.9	21.5	21.9	21.8	17.5	21.1	24.5
稅後純益率	15.4	12.2	13.8	15.0	15.3	17.3	17.5	17.4	14.2	17.0	19.4
季成長率 (%)											
營業收入	0.4	(10.7)	1.2	2.0	2.6	6.6	11.9	5.6			
營業毛利	(5.7)	(13.9)	5.6	5.5	2.3	7.5	10.3	4.7			
營業收益增長	(0.2)	(37.2)	15.4	12.9	4.7	22.5	15.3	5.2			
EBITDA	(1.0)	(28.3)	11.5	14.3	0.8	17.8	12.6	4.4			
稅前純益	4.4	(32.6)	15.6	11.8	4.6	21.7	14.0	4.9			
稅後純益	(4.3)	(29.1)	14.6	11.1	4.4	20.6	13.4	4.7			
年成長率 (%)											
營業收入	1.7	(13.4)	(9.1)	(7.4)	(5.4)	13.0	24.9	29.3	(7.1)	15.0	18.7
營業毛利	(8.5)	(24.3)	(15.8)	(9.6)	(1.9)	22.4	27.9	27.0	(14.7)	18.4	23.2
營業收益	(11.6)	(50.5)	(33.7)	(18.4)	(14.4)	67.0	66.9	55.5	(29.5)	38.3	38.1
EBITDA	(8.8)	(41.0)	(29.1)	(9.6)	(7.9)	51.3	52.9	39.6	(22.9)	31.3	32.2
稅前純益	(24.4)	(48.7)	(34.3)	(9.2)	(8.9)	64.5	62.2	52.3	(30.5)	38.7	37.5
稅後純益	(25.1)	(46.2)	(31.9)	(13.7)	(5.8)	60.1	58.5	49.5	(30.0)	37.7	35.9

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	12,037	13,513	13,948	15,767	17,838
流動資產	7,392	9,754	9,781	11,631	13,728
現金及短期投資	4,789	4,895	6,565	7,566	9,269
存貨	1,321	3,017	1,482	1,946	2,111
應收帳款及票據	939	1,354	1,303	1,688	1,918
其他流動資產	344	489	430	430	430
非流動資產	4,644	3,759	4,167	4,136	4,110
長期投資	3,105	2,023	2,480	2,480	2,480
固定資產	518	514	488	457	431
什項資產	1,022	1,221	1,199	1,199	1,199
負債總額	3,881	4,544	4,133	4,553	4,701
流動負債	3,506	4,156	3,797	4,216	4,365
應付帳款及票據	1,372	1,129	1,159	1,579	1,728
短期借款	323	425	415	415	415
什項負債	1,810	2,601	2,222	2,222	2,222
長期負債	376	388	336	336	336
長期借款	161	149	185	185	185
其他負債及準備	14	22	128	128	128
股東權益總額	8,155	8,969	9,815	11,215	13,137
普通股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
保留盈餘	1,727	3,262	3,738	5,234	7,252
少數股東權益	315	369	285	188	92
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	47.1%	61.6%	(7.1%)	15.0%	18.7%
營業收益增長	840.3%	108.4%	(29.5%)	38.3%	38.1%
EBITDA	210.0%	87.8%	(22.9%)	31.3%	32.2%
稅後純益	330.6%	112.3%	(30.0%)	37.7%	35.9%
每股盈餘成長率	330.6%	112.3%	(30.0%)	37.7%	35.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	50.6%	48.8%	44.8%	46.2%	47.9%
營業利益率	17.3%	22.4%	17.0%	20.4%	23.8%
EBITDA Margin	22.4%	26.0%	21.6%	24.6%	27.4%
稅後純益率	14.3%	18.8%	14.2%	17.0%	19.4%
平均資產報酬率	11.4%	19.2%	12.5%	15.9%	19.1%
股東權益報酬率	16.4%	29.9%	19.0%	23.0%	26.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	5.9%	6.4%	6.1%	5.3%	4.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	257.2	481.2	150.8	215.9	326.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	427.4	188.4	245.3	176.8	278.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	2.8	8.1	5.7	8.1
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.6	2.8	3.1
速動比率 (x)	1.7	1.6	2.2	2.3	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	(4,278)	(4,299)	(5,943)	(6,945)	(8,647)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.91	9.52	12.94
每股現金盈餘 (NT\$)	10.08	4.83	14.01	9.76	13.99
每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	38.34	44.36	52.48
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	38.34	44.36	52.48
每股營收 (NT\$)	32.53	52.57	48.82	56.15	66.66
EBITDA/Share (NT\$)	7.27	13.66	10.53	13.82	18.27
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	3.50	4.82	6.55
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.80	1.02	0.88	0.94	0.99
應收帳款周轉天數	42.4	37.8	39.2	44.3	42.3
存貨周轉天數	120.7	164.6	80.8	94.8	89.2
應付帳款周轉天數	125.3	61.6	63.2	76.9	73.0
現金轉換周轉天數	37.7	140.8	56.8	62.2	58.5

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	8,085	13,065	12,135	13,955	16,567
營業成本	(3,995)	(6,690)	(6,696)	(7,515)	(8,633)
營業毛利	4,090	6,375	5,439	6,440	7,934
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,378)	(3,589)	(3,996)
營業利益	1,402	2,921	2,061	2,851	3,938
總營業外收入	117	148	130	150	167
利息收入	13	33	68	70	67
投資利益淨額	70	90	-	-	-
其他營業外收入	35	25	63	80	100
總營業外費用	(17)	(12)	(66)	(54)	(52)
利息費用	(6)	(6)	(14)	(14)	(12)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	(6)	(52)	(40)	(40)
稅前純益	1,502	3,057	2,126	2,947	4,052
所得稅費用[利益]	(212)	(547)	(504)	(678)	(932)
少數股東損益	(134)	(56)	96	96	96
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	1,156	2,455	1,718	2,366	3,216
EBITDA	1,807	3,394	2,617	3,436	4,541
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.91	9.52	12.94

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,506	1,200	3,481	2,425	3,477
本期純益	1,156	2,455	1,718	2,366	3,216
折舊及攤提	405	473	556	584	603
本期運用資金變動	(259)	(2,368)	1,614	(429)	(246)
其他營業資產及負債變動	1,204	640	(407)	(96)	(96)
投資活動之現金流量	(588)	(377)	(580)	(554)	(577)
投資用短期投資出售[新購]	(173)	120	-	-	-
本期長期投資變動	24	-	-	-	-
資本支出淨額	(41)	(86)	(89)	(109)	(130)
其他資產變動	(399)	(411)	(491)	(445)	(446)
自由現金流	1,005	64	3,224	1,798	2,812
融資活動之現金流量	(200)	(782)	(1,231)	(870)	(1,198)
短期借款變動	-	127	25	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	88	-	-	-	-
已支付普通股股息	(249)	(820)	(1,243)	(870)	(1,198)
其他融資現金流	(39)	(89)	(13)	-	-
匯率影響數	(3)	69	(0)	-	-
本期產生現金流量	1,715	110	1,670	1,002	1,703

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	33.2%	26.4%	27.8%	25.7%	24.1%
= 營業利益率	17.3%	22.4%	17.0%	20.4%	23.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	0.1	(0.0)	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	37.2	6.7	19.4	13.6	13.3
營業利益率	17.3%	22.4%	17.0%	20.4%	23.8%
x 資本周轉率	37.2	6.7	19.4	13.6	13.3
x (1 - 有效現金稅率)	85.9%	82.1%	76.3%	77.0%	77.0%
= 稅後 ROIC	554.3%	123.2%	251.2%	214.4%	243.8%

資料來源：公司資料，凱基預估

智原 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-02-21	持有	180.0	200.5
2023-01-13	增加持股	190.0	157.5
2022-10-25	增加持股	190.0	139.5
2022-10-13	增加持股	150.0	118.5

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。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，過後若有變更時，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。