



2024/2/21

產業類別	IC 設計
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 400.00	NT\$ 488.00

本次報告：法說會

## 交易資料

潛在報酬率 (%)	22.00
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	154.24-455.00
市值 (NT\$百萬元)	99440
市值 (US\$百萬元)	3,158
流通在外股數 (百萬股)	249.00
董監持股 (%)	14.09
外資持股 (%)	30.32
投信持股 (%)	10.95
融資使用率 (%)	19.98

## 財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	9,533
ROA (%)	11.8
ROE (%)	17.53
淨負債比率 (%)	26.56

## 公司簡介

智原為聯電旗下的 IC 設計服務公司，公司原為聯電的矽智財與委託設計部門，後切割為獨立公司。智原 4Q23 產品結構為 NRE 11%、IP12%與量產晶片 77%，公司近年產品終端應用往利基市場發展，包括網通通訊、POS、投影機、機器人、車用與農業等廣泛應用。

主要客戶：

主要競爭對手：ARM、Synopsys、創意、世芯、力旺、M31

## 智原 (3035 TT)

現階段儲備競爭資源以因應未來布局

### 永豐觀點

短期營運能平緩，使得股價難免受影響，但營運低檔也是儲備競爭資源的時機。過往智原因成熟製程刻板印象太過顯著，不容易說服客戶導入其先進製程，不過隨合作夥伴加持，已有客戶係來自晶圓代工廠與 ARM 的引薦，有助於未來營運拓展。

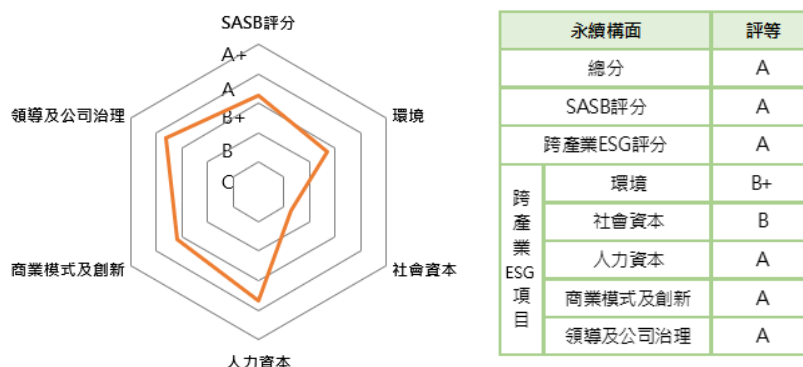
### 投資評價與建議

**中立調整至買進，目標價 488 元：**由於 1H24 營運較為平緩，研究處調整智原今年獲利數字，預估智原 2024 年稅後 EPS 8.52 元(原預估 9.76 元)，但考量 1H24 利基型客戶庫存調整告一段落後，可望重拾拉貨力道，遂預估 2025 年稅後 EP 13.18 元。研究處認為(1) 智原雖因利基型客戶庫存調整，使得短期營運較為平緩，不過營運低檔的同時也正是儲備競爭資源的時機。(2) 目前智原持續朝先進製程與先進封裝布局，並已有客戶係來自 ARM 與晶圓代工廠引薦。(3) 今年 NRE 爆發期，可望為後續量產晶片規模作奠基。(4) 整體設計服務族群仍受惠 ASIC 趨勢向上，而智原評價較低，仍有落後補漲的機會，故將評等由中立調整至買進，目標價 488 元(45 X 2024~2025 年 EPS 平均值評價)。

### ESG 評析

智原企業永續評鑑整體為 A 等，於 SASB 產業永續議題與跨產業五大永續面向平均得分分別為 A 等與 A 等。

#### SinoPac+ ESG 評鑑系統評等



資料來源：SinoPac+ ESG 評鑑系統，Feb. 2024(以 2022 年智原企業社會責任報告書評鑑)

註 1：資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

註 2：永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

王文雯 wenwen.wang@sinopac.com

## ✍ 營運現況與分析

**智原為 IC 設計服務公司：**智原為聯電旗下的 IC 設計服務公司，公司原為聯電的矽智財與委託設計部門，後切割為獨立公司。智原 4Q23 產品結構為 NRE 11%、IP12%與量產晶片 77%，公司近年產品終端應用往利基市場發展，包括網通通訊、POS、投影機、機器人、車用與農業等廣泛應用。全球矽智財公司包括 ARM、Synopsys 等，而國內相關 IC 設計服務公司包括創意與世芯，矽智財公司則包括力旺、M31 等。

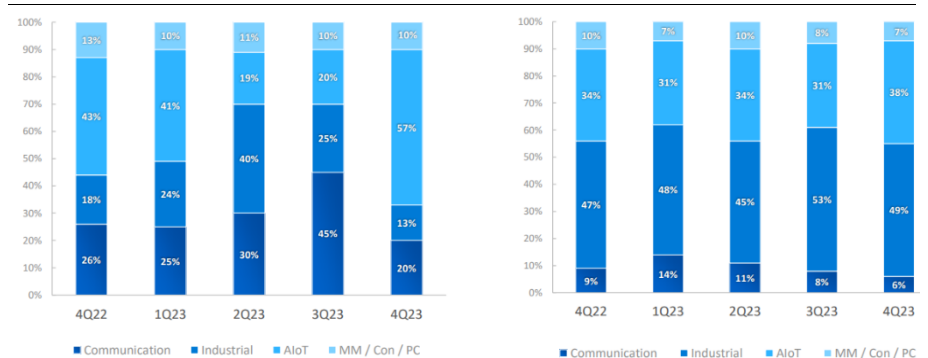
**4Q23 獲利優於預期：**智原 4Q23 營收 28.2 億元(-4.6%QoQ，-13.1%YoY)，毛利率上升 2.7%至 45.94%，營業利益 16.2%，稅後獲利 3.2 億元(-9.5%QoQ，-38.9%YoY)，稅後 EPS 1.29 元，獲利略優於預期，主要是毛利率優於公司目標值(公司原預估營收季減中個位數幅度，毛利率上升 1%~2%)，此因智原 4Q23 認列存貨跌價損失迴轉 8200 萬元，而 3Q23 係認列存貨跌價損失 1500 萬元。智原 4Q23 IP 季增 5%、NRE 季減 7%、量產晶片季減 6%，均大致符合公司原本預期(公司原預估 IP 與 NRE 一增一減，量產晶片因客戶持續進行庫存去化故將滑落個位數幅度)，其中量產晶片主要受累於行業用晶片庫存調整(行業用比重由前季的 53%降至 49%)。

表一：季度財報數字差異分析

百萬元	4Q23(N)	4Q23(O)	差異(%)	1Q24(N)	1Q24(O)	差異(%)
營業收入	2,824	2,793	1.1%	2,626	2,855	-8.0%
營業毛利	1,297	1,242	4.4%	1,205	1,301	-7.4%
營業利益	457	368	24.4%	329	514	-36.0%
稅前淨利	464	387	19.9%	347	533	-34.9%
稅後淨利	320	309	3.4%	278	426	-34.9%
每股盈餘(元)	1.29	1.24	3.4%	1.12	1.71	-34.9%
Margin(%)						
營業毛利率	45.9%	44.5%		45.9%	45.6%	
營業利益率	16.2%	13.2%		12.5%	18.0%	
稅後淨利率	11.3%	11.1%		10.6%	14.9%	

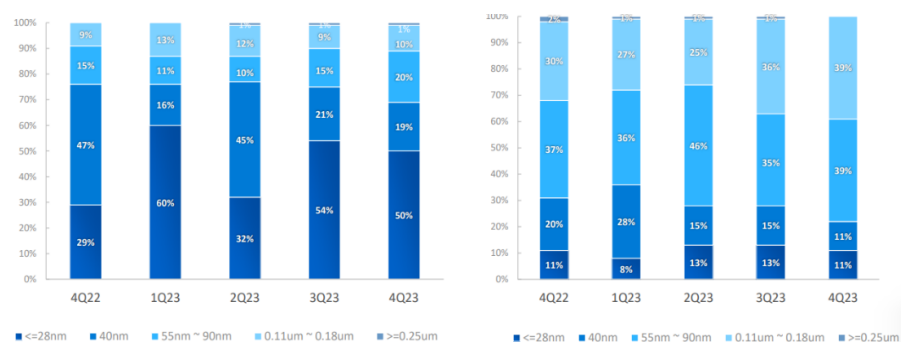
資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Feb. 2024

圖一：智原產品結構依應用別(左圖為 NRE；右圖為 MP)



資料來源：永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

圖二：智原產品結構依製程技術別(左圖為 NRE；右圖為 MP)



資料來源：永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

**1Q24 展望不出色：**智原預期 1Q24 營收季減高個位數，毛利率僅持平，而營業費用將上升個位數幅度。營收若以各產品線區分，則預估 NRE 倍增、IP 略降，量產晶片則因 solar inverter/工具機/POS/印表機/MCU 等客戶持續進行庫存去化故將滑落(研究處以 1Q24 營收目標值回推，量產晶片恐季減超逾 20%)，此靜待存貨調整告一段落後 2H24 重啟回溫態勢。智原 1Q24 雖 NRE 比重拉高而量產晶片比重降低，合理推測毛利率應將走揚，但由於公司預期存貨跌價損失回沖金額將減少，並且毛利率較佳的客戶需求減緩，導致量產晶片毛利率下滑幅度較大，故整體預估 1Q24 毛利率僅持平。整體而言，研究處預估智原 1Q24 營收 26.3 億元(-7%QoQ，-19.5%YoY)，毛利率 45.9%，稅後獲利 2.78 億元(-13.3%QoQ，-44.7%YoY)，稅後 EPS 1.12 元。

**1H24 NRE 是挹注營運主力：**智原維持預期 1H24 將以 NRE 為主要動能，並預估 1H24 NRE 營收將超逾 1Q~3Q23NRE 水準，研究處以此推估則暨 1Q24NRE 收入倍增後，2Q24 將再季增 40%以上，此包括來自中國北美與日本的 AI/HPC/車載的先進製程與先進封裝應用，公司表示目前相關案件約 15 件，其中五件會採用先進封裝，此係來自晶圓代工廠或 ARM 的引薦。智原並預期 1H24 IP 將維持高檔，而量產晶片則維持預期 1H24 客戶庫存調整方步入尾聲，靜待 2H24 拉貨回溫。

**現階段儲備競爭資源，以因應未來先進製程與先進封裝布局：**研究處認為智原雖因利基型客戶庫存調整，使得短期營運較為平緩，不過營運低檔的同時也正是儲備競爭資源的時機。智原過往營運基調係以成熟製程為主軸，不過近來公司意欲導入先進製程或先進封裝的企圖相當積極，採取的動作包括：

- (1)人力布局。由於先進製程相關 IP 與案件複雜程度較高，故需更多人員配合支援，智原目前全球員工 950 人，預計今年員工人數成長 15%~20%至今年底員工人數超逾 1000 人。
- (2)現金增資以取得先進製程的 EDA 工具與環境開發需要的系統、伺服器與儲存設備，以提高設計資源能力。
- (3)購併國際矽智財公司，強化設計研發實力。智原 01/2024 以 100%持股的子公司勝邦投資，斥資 2000 萬美元收購 Aragio Solution，該公司 2003 年成立，總計 20 名員工(19 名為研發人員)，主要為 GPIO(General Purpose Input/Output)矽智財公司，提供高速傳輸介面與 ESD IP，與台積電、GlobalFoundries 與三星、中芯均有合作，製程技術含括 0.18um~3nm，年營收約 2 億~3 億元。智原規劃未來該公司仍將獨立運作，但能藉由收購該公司，而能增加設計實力與設計深度。
- (4)與 ARM/三星/Intel 等國際知名大廠建立夥伴關係，有助提高知名度與增加被引薦客戶的機會。智原目前先進製程相關案件，總計 15 件，其中已有來自晶圓代工廠與 ARM 的引薦，研究處認為過往智原因僅於成熟製程布局，要跨入先進製程並說服客戶採用的難度高，但隨目前導入 ARM Neoverse 全面設計架構，此一生態

擴及矽智財、EDA 工具、設計服務廠商(包括智原與韓美日歐廠)與軟體韌體供應商。對智原而言，能提高知名度並有機會與大型客戶接洽。另外，智原 02/2024 發布新聞稿指出與 ARM、Intel 合作，開發 64 核 SoC 於 Intel 18A 製程，主要是智原建立一個設計平台，整合來自 ARM Total Design 生態系統的周邊 IP，確保在 Intel 製程能順利進行整合與通過驗證，而此設計平台預計 1H25 推出。研究處雖認為此設計平台不確定何時方能貢獻營收，但至少顯示智原逐步擺脫公司只有成熟製程的刻板印象，並往先進製程版圖拓展。目前智原針對成熟製程維持一年 40~50 個案件進展，但新增每年 14nm/12nm 10 顆案件的布局，今年的 NRE 爆發期，將奠定後續量產晶片的規模向上。

**中立轉買進：**由於 1H24 營運較為平緩，研究處調整智原今年獲利數字，預估智原 2024 年營收 135.28 億元(+13%YoY)，毛利率 46.48%，稅後獲利 21.2 億元(+33%YoY)，稅後 EPS 8.52 元(原預估 9.76 元)，但考量 1H24 利基型客戶庫存調整告一段落後，可望重拾拉貨力道，遂預估 2025 年營收 176 億元(+30%YoY)，毛利率 46.3%，稅後獲利 32.8 億元(+54%YoY)，稅後 EP 13.18 元。研究處認為 (1) 智原雖因利基型客戶庫存調整，使得短期營運較為平緩，不過營運低檔的同時也正是儲備競爭資源的時機，(2) 目前智原持續朝先進製程與先進封裝布局，並已有客戶係來自 ARM 與晶圓代工廠引薦，(3) 今年 NRE 爆發期，可望為後續量產晶片規模作奠基，故將評等由中立調整至買進，目標價 488 元(45 X2024~2025 年 EPS 平均值評價)。

表二：年度財報數字差異分析

百萬元	2024F(N)	2024F(O)	差異(%)	2025F(N)	2025F(O)	差異(%)
營業收入	13,528	14,426	-6.2%	17,593	17,718	-0.7%
營業毛利	6,288	6,384	-1.5%	8,148	7,799	4.5%
營業利益	2,480	2,861	-13.3%	3,936	4,031	-2.3%
稅前淨利	2,647	3,032	-12.7%	4,096	4,196	-2.4%
稅後淨利	2,118	2,426	-12.7%	3,277	3,357	-2.4%
每股盈餘(元)	8.52	9.76	-12.7%	13.18	13.50	-2.4%
Margin(%)						
營業毛利率	46.5%	47.3%		46.3%	44.0%	
營業利益率	18.3%	19.8%		22.4%	22.8%	
稅後淨利率	15.7%	16.8%		18.6%	18.9%	

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Feb. 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1F	24Q2F	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	2,626	3,056	3,613	4,234	13,528
營業毛利	1,205	1,409	1,686	1,989	6,288
營業利益	329	492	697	963	2,480
稅前淨利	347	600	717	983	2,647
稅後純益	278	480	574	786	2,118
稅後 EPS (元)	1.12	1.93	2.31	3.16	8.52
營收 QoQ 成長率	-6.98	16.37	18.23	17.19	--
營收 YoY 成長率	-19.50	4.77	21.98	49.98	13.06
毛利率	45.89	46.11	46.66	46.98	46.48
營益率	12.53	16.10	19.29	22.74	18.33
稅後純益率	10.59	15.71	15.89	18.56	15.66

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2020	2021	2022	2023	2024F
營業收入	5,495	8,085	13,065	11,966	13,528
%變動率	3.56	47.13	61.59	-8.42	13.05
營業毛利	2,600	4,090	6,375	5,307	6,288
毛利率 (%)	47.31	50.59	48.80	44.35	46.48
營業淨利	149	1,402	2,921	1,956	2,480
稅前淨利	313	1,502	3,057	2,070	2,647
%變動率	-24.86	379.57	103.54	-32.29	27.87
稅後純益	268	1,156	2,455	1,589	2,118
%變動率	-22.83	330.60	112.35	-35.25	33.29
稅後 EPS * (元)	1.08	4.65	9.88	6.39	8.52
市調 EPS * (元)	1.23	4.35	10	6.48	11.13
PER (x)	370.37	86.02	40.49	62.60	46.95
PBR (x)	15.80	12.68	11.56	10.43	8.70
每股淨值 * (元)	25.32	31.54	34.59	38.35	45.98
每股股利 (元)	1.00	3.30	5.00	4.50	--
殖利率 (%)	2.08	1.45	3.61	1.26	--

\* 以目前股本計算

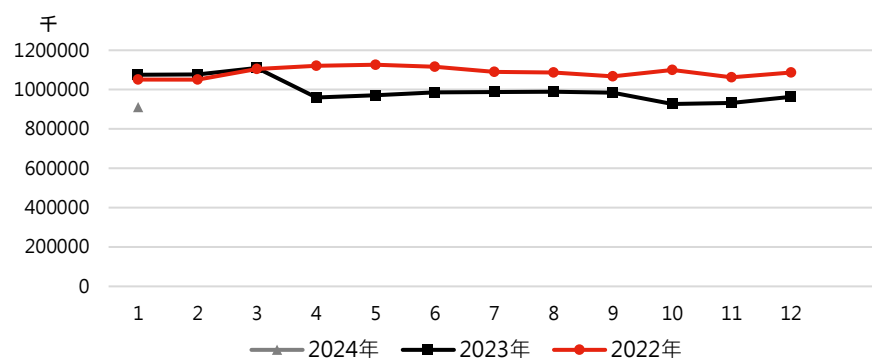
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

## 營運基本資料

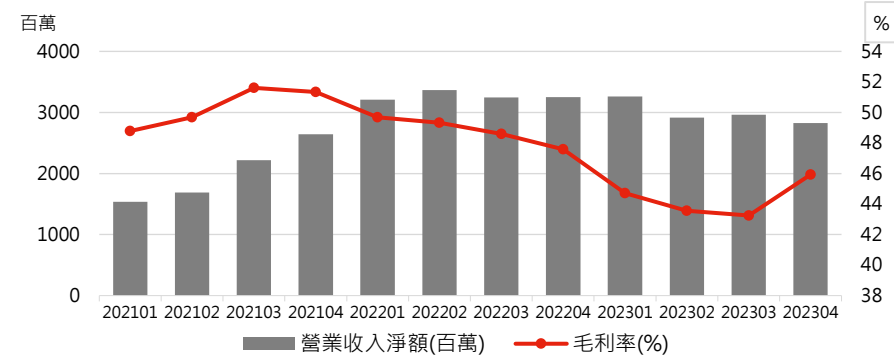
### 同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

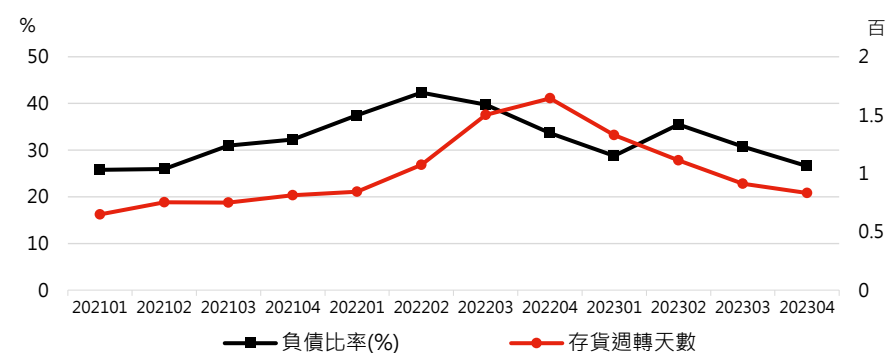
### 近三年單月營收狀況



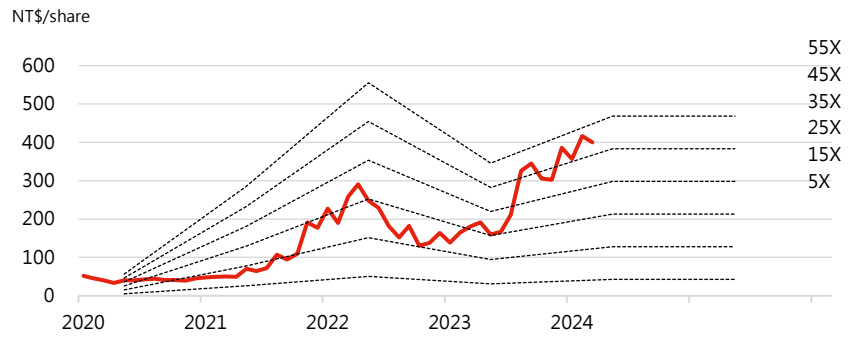
### 近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



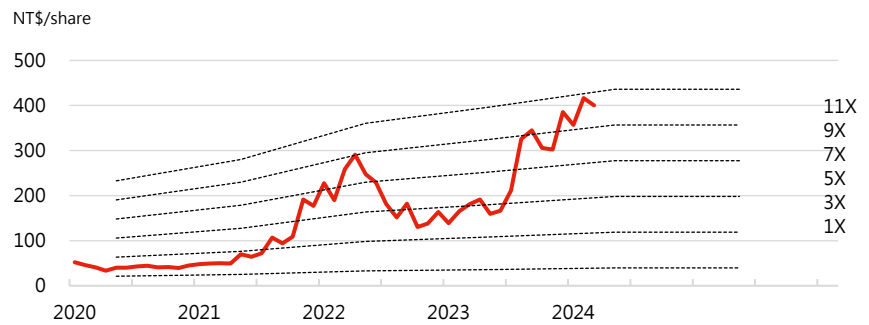
### 負債比率 VS 存貨周轉天數



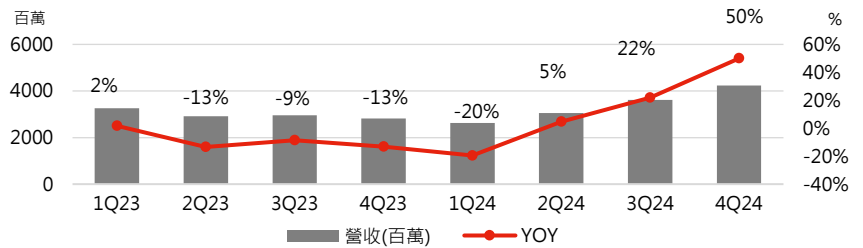
## 歷史 PE 圖



## 歷史 PB 圖

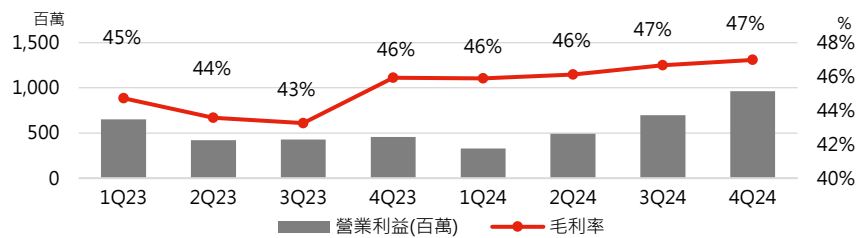


## 近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

## 近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Feb. 2024

臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	
倫敦	永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999	

### 責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

### SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤



---

**Analyst Certification:**

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

**SinoPac Research Stock Rating System:**

**Buy:** We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

**Neutral:** We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

**Sell:** We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

**Global Disclaimer:****Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

**Ownership and Material Conflicts of Interest**

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

**Compensation and Investment Banking Activities**

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

**Additional Disclosures**

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

**SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA**