

智原

(3035.TW/3035 TT)

展望呼應我們的擔憂

重要訊息

智原展望 1Q24 營收季減高個位數百分比，主因 NRE 營收之季增未能抵消 IP 營收與量產營收之季減。公司預期 IP 營收將微幅季減，而 NRE 營收將強勁季增逾 100%，同時預計量產營收將季對季下滑。此外，公司預期 1Q24 毛利率將於存貨跌價及呆滯損失回沖減少與量產營收疲弱之際，特別係來自其主要客戶營收較為疲軟之情況下(該客戶之量產專案毛利率較高)，而大致維持季對季持平。

評論及分析

擔憂已然成真。管理層表示，1Q24 之 IP 營收將達到全年最低點，預期後續將實現季對季成長。NRE 營收季對季將至少翻倍，並於 1Q24 超越 6 億元水準，並預期 2Q24 將持續季增。然而，1Q24 量產營收隱含將季減逾 20%，主因太陽能、POS、事務機與工廠自動化等應用持續進行庫存調整，此與我們於 1 月 28 日降評報告中之示警一致，我們於該報告中提醒投資人量產業務恐面臨下檔風險。1Q24 營收季減高個位數百分比之展望與我們預期之 5-10% 季減幅度大致相符(年減 18-22%)，對比市場共識為季增 5%。

業務突破將大幅墊高營業費用。我們先前擔憂新業務佈局初期恐將稀釋智原之利潤率。與招聘研發人才、建置研發環境、購置 EDA 工具及開發 FinFET 相關 IP 之營業費用激增預計初期將影響公司利潤率，儘管這些新業務突破有望於未來貢獻獲利。管理層預計研發人員數量將年增 15-20%，致使整體營業費用將年增超過 10%，對比我們前次預估為低個位數百分比年增。據此，我們將 2024 年營業費用預估調整至 38.5 億元，年增 15%，並調整 2024 年營收預估至 135 億元，年增 13%，低於我們前次預估年增 16%。

投資建議

我們預計 2024 年財測下調將於法說會後大致反映於股價。我們將智原 2024 年每股盈餘預估下調至 8.15 元，年增 27%，對比市場共識為 10.78 元。我們也對應更新 2025 年每股盈餘預估至 12.88 元，年增 58%，對比市場共識為 15.30 元。我們將目標價調整至 345 元，係基於 2024-25 年每股盈餘預估平均之 33 倍(對比前次為 2024 年每股盈餘預估之 35 倍)。智原目前股價交易於 2024 年每股盈餘預估之 49 倍與 2025 年每股盈餘預估之 31 倍，對比過去三年區間為 9-50 倍。鑑於當前的風險報酬比較不具吸引力，我們維持「持有」評等。我們需見到公司於既有專案看到更顯著之量產業務復甦，或於新業務突破看到更顯著之貢獻，方能持更積極之前景。

投資風險

競爭加劇；需求下滑；全球經濟衰退。

持有 · 維持

收盤價 February 20 (NT\$)	400.0
12 個月目標價 (NT\$)	345.0
前次目標價 (NT\$)	370.0
調降 (%)	6.8
下跌空間 (%)	13.7

焦點內容

- 1Q24 量產營收隱含將季減逾 20%，此與我們於 1 月 28 日降評報告中之示警一致。
- 與招聘研發人才、建置研發環境、購置 EDA 工具及開發 FinFET 相關 IP 之營業費用激增預計初期將影響公司利潤率，儘管這些新業務突破有望於未來貢獻獲利。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	99.42 / 3,166
流通在外股數 (百萬股)：	248.6
外資持有股數 (百萬股)：	74.84
3M 平均成交量 (百萬股)：	14.40
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	158.5 - 455.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	15.9	22	105.1
相對表現 (%)	6.9	7.5	84.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.70A	2.66A	2.41A	2.11A
2023	2.02A	1.66A	1.42A	1.29F
2024	1.20F	1.88F	2.23F	2.80F

股價圖



資料來源：TEJ

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

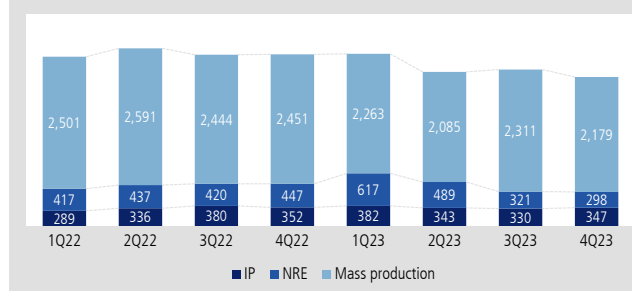
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	8,085	13,065	11,966	13,544	17,230
營業毛利 (NT\$百萬)	4,090	6,375	5,307	6,298	8,210
營業利益 (NT\$百萬)	1,402	2,921	1,956	2,453	4,036
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,156	2,455	1,589	2,098	3,355
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	8.15	12.88
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	4.50	5.73	9.06
每股盈餘成長率 (%)	330.6	112.3	(35.2)	27.4	58.0
本益比 (x)	86.0	40.5	62.5	49.1	31.1
股價淨值比 (x)	12.7	11.6	10.7	9.7	8.2
EV/EBITDA (x)	33.1	22.4	29.2	24.7	16.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.8	1.3	1.1	1.4	2.3
股東權益報酬率 (%)	16.4	29.9	17.7	21.4	29.9

資料來源：公司資料，凱基預估

4Q23 每股盈餘符合預期。4Q23 毛利率為 45.9%，季增 2.7 個百分點但年減 1.7 個百分點，優於我們和市場預估之 44.4%及 44.6%，主因存貨跌價及呆滯損失回沖。由於業外收入 600 萬元低於我們預期，每股盈餘達 1.29 元，季減 9.6%及年減 39.0%，大致符合我們預估之 1.29 元，並略低於市場共識之 1.33 元。

圖 1：智原營收(按解決方案)

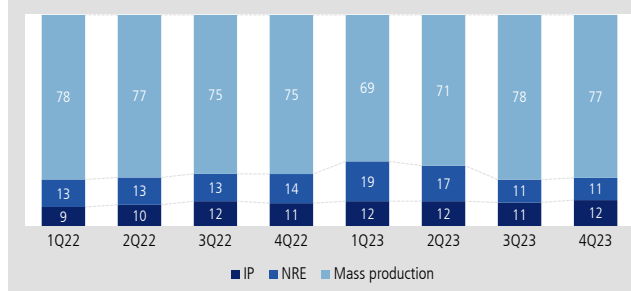
各解決方案營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：智原營收結構(按解決方案)

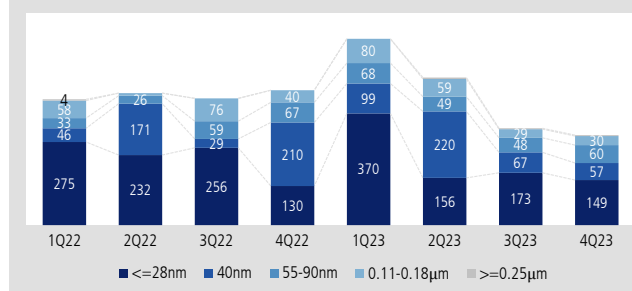
各解決方案營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：智原 NRE 營收(按製程)

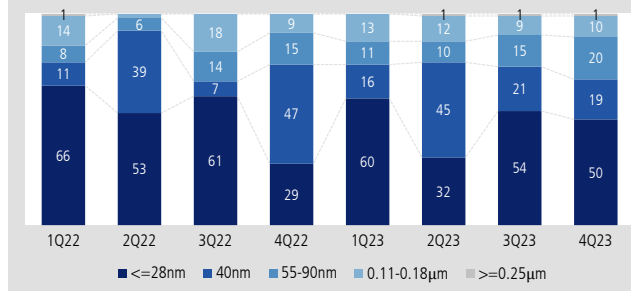
各製程 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：智原 NRE 營收結構(按製程)

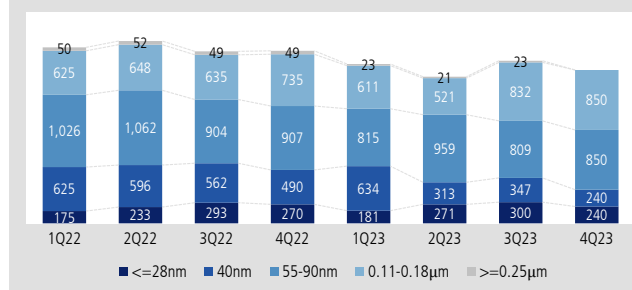
各製程 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：智原量產營收(按製程)

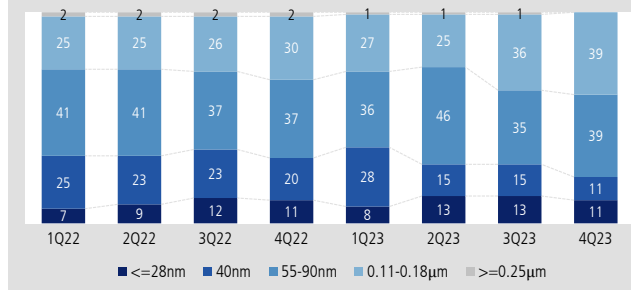
各製程量產營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：智原量產營收結構(按製程)

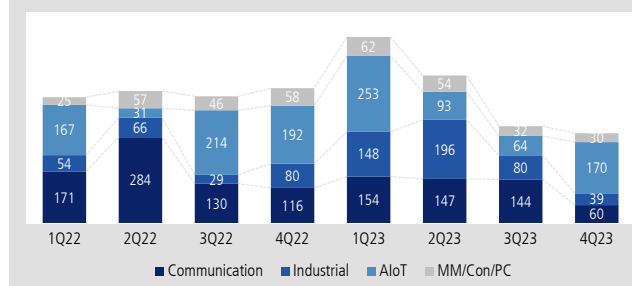
各製程量產營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：智原 NRE 營收(按應用)

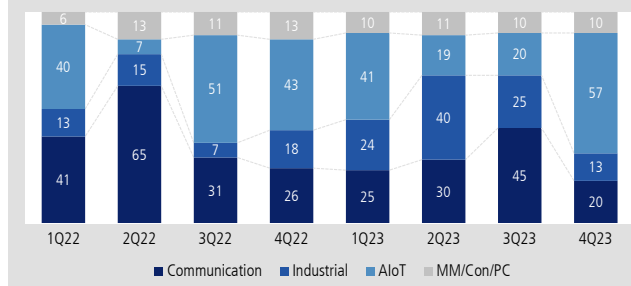
各應用 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：智原 NRE 營收結構(按應用)

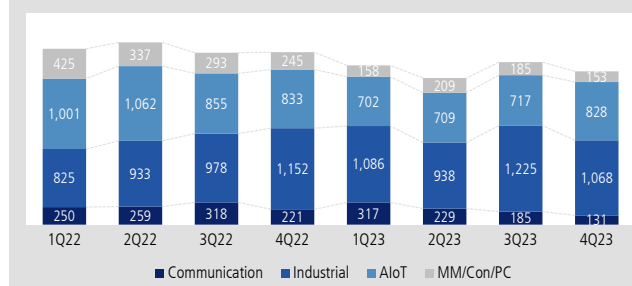
各應用 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：智原量產營收(按應用)

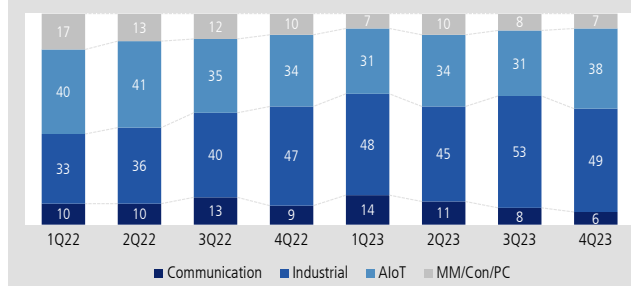
各應用量產營收，百萬元



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 11：4Q23 財報暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q23							
	實際值	凱基預估	差異(%)	3Q23	QoQ (%)	4Q22	YoY (%)	市場共識
營收	2,824	2,824	0.0	2,962	(4.7)	3,250	(13.1)	2,818
毛利	1,297	1,253	3.5	1,281	1.2	1,547	(16.2)	1,256
營業利益	457	380	20.2	428	6.7	651	(29.9)	394
稅後淨利	320	321	(0.4)	354	(9.6)	524	(39.0)	334
每股盈餘(元)	1.29	1.29	(0.4)	1.42	(9.6)	2.11	(39.0)	1.33
毛利率(%)	45.9	44.4	1.6 ppts	43.2	2.7 ppts	47.6	(1.7)ppts	44.6
營利率(%)	16.2	13.5	2.7 ppts	14.5	1.7 ppts	20.0	(3.9)ppts	14.0
淨利率(%)	11.3	11.4	(0.0)ppts	11.9	(0.6)ppts	16.1	(4.8)ppts	11.8

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 12：1Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,586	2,648	(2.4)	(8.4)	(20.7)	2,967	(12.8)
毛利	1,190	1,245	(4.4)	(8.2)	(18.4)	1,384	(14.0)
營業利益	342	493	(30.7)	(25.3)	(47.5)	567	(39.8)
稅後淨利	297	441	(32.6)	(7.0)	(40.8)	468	(36.5)
每股盈餘(元)	1.20	1.77	(32.6)	(7.0)	(40.8)	1.88	(36.4)
毛利率(%)	46.0	47.0	(1.0)ppts	0.1 ppts	1.3 ppts	46.6	(0.6)ppts
營利率(%)	13.2	18.6	(5.4)ppts	(3.0)ppts	(6.7)ppts	19.1	(5.9)ppts
淨利率(%)	11.5	16.7	(5.2)ppts	0.2 ppts	(3.9)ppts	15.8	(4.3)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 13：2023 年財報與 2024-25 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2023						2024F						2025F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	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(%)
營收	11,966	11,966	0.0	(8.4)	11,962	0.0	13,544	13,880	(2.4)	13.2	14,636	(7.5)	17,230	17,422	(1.1)	27.2	18,535	(7.0)
毛利	5,307	5,263	0.8	(16.8)	5,268	0.8	6,298	6,491	(3.0)	18.7	6,870	(8.3)	8,210	8,323	(1.4)	30.4	8,810	(6.8)
營業利益	1,956	1,879	4.1	(33.1)	1,892	3.4	2,453	3,052	(19.6)	25.4	3,310	(25.9)	4,036	4,410	(8.5)	64.6	4,761	(15.2)
稅後淨利	1,589	1,591	(0.1)	(35.2)	1,593	(0.2)	2,098	2,704	(22.4)	32.0	2,703	(22.4)	3,355	3,834	(12.5)	59.9	3,864	(13.2)
每股盈餘 (元)	6.39	6.40	(0.1)	(35.2)	6.43	(0.5)	8.15	10.50	(22.4)	27.4	10.78	(24.4)	12.88	14.71	(12.5)	58.0	15.30	(15.9)
毛利率 (%)	44.4	44.0	0.4 ppts	(4.4)ppts	44.0	0.3 ppts	46.5	46.8	(0.3)ppts	2.1 ppts	46.9	(0.4)ppts	47.6	47.8	(0.1)ppts	1.2 ppts	47.5	0.1 ppts
營利率 (%)	16.3	15.7	0.6 ppts	(6.0)ppts	15.8	0.5 ppts	18.1	22.0	(3.9)ppts	1.8 ppts	22.6	(4.5)ppts	23.4	25.3	(1.9)ppts	5.3 ppts	25.7	(2.3)ppts
淨利率 (%)	13.3	13.3	(0.0)ppts	(5.5)ppts	13.3	(0.0)ppts	15.5	19.5	(4.0)ppts	2.2 ppts	18.5	(3.0)ppts	19.5	22.0	(2.5)ppts	4.0 ppts	20.8	(1.4)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

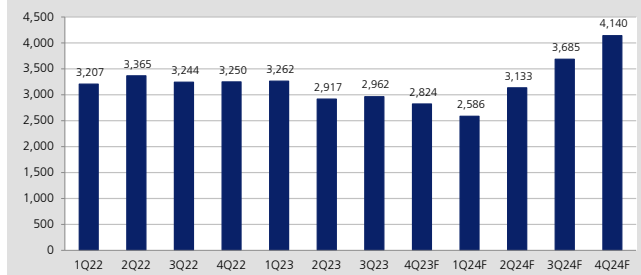
圖 14：公司概况

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\$49.25，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 16：季營業收入

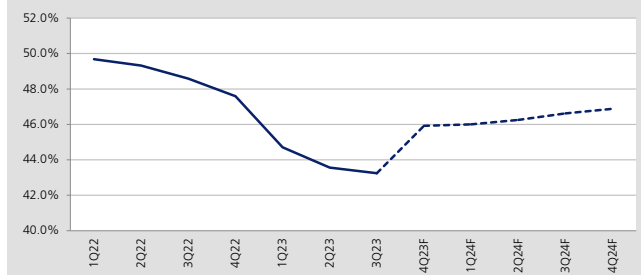
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 18：毛利率

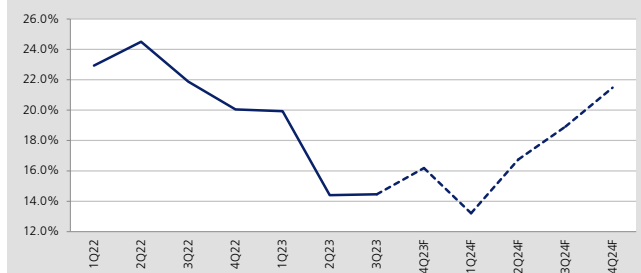
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 20：營業利潤率

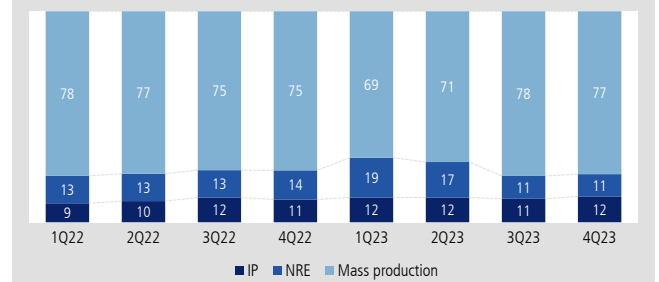
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 15：營收佔比(按解決方案)

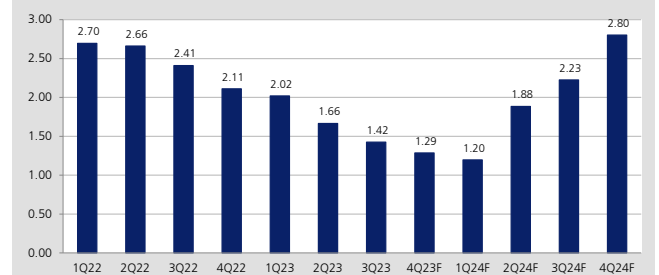
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 17：每股盈利

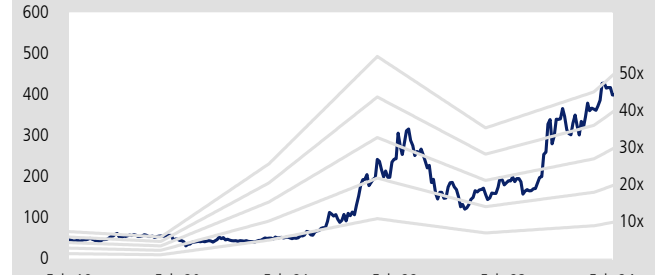
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 19：未來一年預估本益比區間

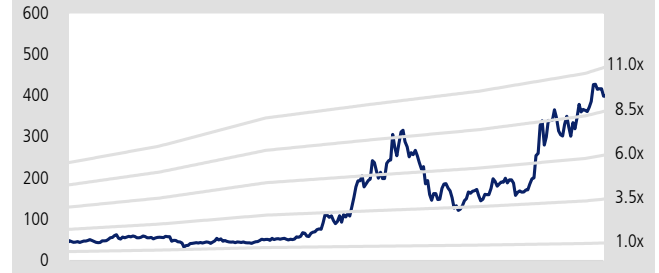
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 21：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-23A	Sep-23A	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	2,917	2,962	2,824	2,586	3,133	3,685	4,140	11,966	13,544	17,230
營業成本	(1,804)	(1,646)	(1,681)	(1,527)	(1,396)	(1,684)	(1,967)	(2,199)	(6,658)	(7,246)	(9,020)
營業毛利	1,458	1,271	1,281	1,297	1,190	1,449	1,718	1,941	5,307	6,298	8,210
營業費用	(808)	(851)	(853)	(840)	(848)	(924)	(1,021)	(1,051)	(3,351)	(3,845)	(4,173)
營業利益	650	420	428	457	342	525	697	889	1,956	2,453	4,036
折舊	(30)	(30)	(31)	(33)	(34)	(34)	(34)	(34)	(124)	(136)	(148)
攤提	(83)	(85)	(105)	(121)	(123)	(123)	(123)	(123)	(394)	(491)	(494)
EBITDA	763	535	564	611	498	682	854	1,046	2,474	3,080	4,679
利息收入	11	20	15	19	12	13	14	12	65	51	58
投資利益淨額	-	72	-	-	-	60	-	-	72	60	60
其他營業外收入	3	11	2	17	20	20	20	20	32	80	80
總營業外收入	14	103	17	36	32	93	34	32	170	191	198
利息費用	(3)	(3)	(4)	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)	(13)	(19)	(19)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(22)	(5)	12	(27)	(5)	(5)	(5)	(5)	(42)	(20)	(20)
總營業外費用	(24)	(8)	7	(30)	(10)	(10)	(10)	(10)	(55)	(39)	(39)
稅前純益	640	515	452	463	364	609	721	912	2,070	2,605	4,196
所得稅費用[利益]	(162)	(128)	(111)	(108)	(76)	(128)	(151)	(191)	(509)	(547)	(881)
少數股東損益	24	26	13	(35)	10	10	10	10	28	40	40
非常項目前稅後純益	502	414	354	320	297	491	580	730	1,589	2,098	3,355
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	502	414	354	320	297	491	580	730	1,589	2,098	3,355
每股盈餘 (NT\$)	2.02	1.66	1.42	1.29	1.20	1.88	2.23	2.80	6.39	8.15	12.88
獲利率 (%)											
營業毛利率	44.7	43.6	43.2	45.9	46.0	46.3	46.6	46.9	44.4	46.5	47.6
營業利益率	19.9	14.4	14.5	16.2	13.2	16.8	18.9	21.5	16.3	18.1	23.4
EBITDA Margin	23.4	18.3	19.1	21.6	19.3	21.8	23.2	25.3	20.7	22.7	27.2
稅前純益率	19.6	17.7	15.3	16.4	14.1	19.4	19.6	22.0	17.3	19.2	24.4
稅後純益率	15.4	14.2	11.9	11.3	11.5	15.7	15.7	17.6	13.3	15.5	19.5
季成長率 (%)											
營業收入	0.4	(10.6)	1.6	(4.7)	(8.4)	21.2	17.6	12.3			
營業毛利	(5.7)	(12.9)	0.8	1.2	(8.2)	21.8	18.6	13.0			
營業收益增長	(0.2)	(35.4)	2.0	6.7	(25.3)	53.7	32.8	27.6			
EBITDA	(1.0)	(29.9)	5.4	8.3	(18.5)	36.8	25.3	22.5			
稅前純益	4.4	(19.5)	(12.2)	2.4	(21.5)	67.3	18.5	26.4			
稅後純益	(4.3)	(17.5)	(14.5)	(9.6)	(7.0)	65.1	18.1	25.9			
年成長率 (%)											
營業收入	1.7	(13.3)	(8.7)	(13.1)	(20.7)	7.4	24.4	46.6	(8.4)	13.2	27.2
營業毛利	(8.5)	(23.4)	(18.7)	(16.2)	(18.4)	14.0	34.1	49.7	(16.8)	18.7	30.4
營業收益	(11.6)	(49.0)	(39.6)	(29.9)	(47.5)	24.9	62.7	94.6	(33.1)	25.4	64.6
EBITDA	(8.8)	(42.3)	(34.4)	(20.7)	(34.7)	27.4	51.3	71.1	(27.1)	24.5	51.9
稅前純益	(24.4)	(38.6)	(40.4)	(24.4)	(43.1)	18.2	59.4	96.9	(32.3)	25.8	61.1
稅後純益	(25.1)	(37.4)	(40.9)	(39.0)	(40.8)	18.6	63.8	128.3	(35.2)	32.0	59.9

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	13,446	14,914	16,865
流動資產	7,392	9,754	9,107	10,635	12,637
現金及短期投資	4,789	4,895	5,968	6,524	8,275
存貨	1,321	3,017	1,187	1,583	1,678
應收帳款及票據	939	1,354	1,559	2,135	2,292
其他流動資產	344	489	393	393	393
非流動資產	4,644	3,759	4,339	4,279	4,228
長期投資	3,105	2,023	2,422	2,422	2,422
固定資產	518	514	524	464	413
什項資產	1,022	1,221	1,394	1,394	1,394
負債總額	3,881	4,544	3,762	4,290	4,402
流動負債	3,506	4,156	3,391	3,919	4,031
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,527	1,639
短期借款	323	425	477	477	477
什項負債	1,810	2,601	1,915	1,915	1,915
長期負債	376	388	371	371	371
長期借款	161	149	193	193	193
其他負債及準備	14	22	170	170	170
股東權益總額	8,155	8,969	9,685	10,624	12,463
普通股	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
保留盈餘	1,727	3,262	3,362	4,342	6,220
少數股東權益	315	369	374	334	294
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%	(8.4%)	13.2%	27.2%
營業收益增長	840.3%	108.4%	(33.1%)	25.4%	64.6%
EBITDA	210.0%	87.8%	(27.1%)	24.5%	51.9%
稅後純益	330.6%	112.3%	(35.2%)	32.0%	59.9%
每股盈餘成長率	330.6%	112.3%	(35.2%)	27.4%	58.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	50.6%	48.8%	44.4%	46.5%	47.6%
營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	18.1%	23.4%
EBITDA Margin	22.4%	26.0%	20.7%	22.7%	27.2%
稅後純益率	14.3%	18.8%	13.3%	15.5%	19.5%
平均資產報酬率	11.4%	19.2%	11.8%	14.8%	21.1%
股東權益報酬率	16.4%	29.9%	17.7%	21.4%	29.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	5.9%	6.4%	6.9%	6.3%	5.4%
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	156.6	138.1	221.9
利息及短期償保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	427.4	188.4	228.4	118.0	201.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	2.8	6.2	4.5	7.7
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.7	2.7	3.1
速動比率 (x)	1.7	1.6	2.3	2.3	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	(4,278)	(4,299)	(5,276)	(5,832)	(7,583)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	8.15	12.88
每股現金盈餘 (NT\$)	10.08	4.83	12.23	8.70	14.66
每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	37.46	41.40	48.96
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	37.46	39.96	46.71
每股營收 (NT\$)	32.53	52.57	48.14	52.59	66.13
EBITDA/Share (NT\$)	7.27	13.66	9.95	11.96	17.96
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	4.50	5.73	9.06
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.80	1.02	0.89	0.96	1.08
應收帳款周轉天數	42.4	37.8	47.6	57.7	48.5
存貨周轉天數	120.7	164.6	65.1	80.0	67.9
應付帳款周轉天數	125.3	61.6	54.8	77.1	66.3
現金轉換周轉天數	37.7	140.8	57.9	60.6	50.1

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	11,966	13,544	17,230
營業成本	(3,995)	(6,690)	(6,658)	(7,246)	(9,020)
營業毛利	4,090	6,375	5,307	6,298	8,210
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,351)	(3,845)	(4,173)
營業利益	1,402	2,921	1,956	2,453	4,036
總營業外收入	117	148	170	191	198
利息收入	13	33	65	51	58
投資利益淨額	70	90	72	60	60
其他營業外收入	35	25	32	80	80
總營業外費用	(17)	(12)	(55)	(39)	(39)
利息費用	(6)	(6)	(13)	(19)	(19)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	(6)	(42)	(20)	(20)
稅前純益	1,502	3,057	2,070	2,605	4,196
所得稅費用[利益]	(212)	(547)	(509)	(547)	(881)
少數股東損益	(134)	(56)	28	40	40
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	1,156	2,455	1,589	2,098	3,355
EBITDA	1,807	3,394	2,474	3,080	4,679
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	8.15	12.88

現金流量

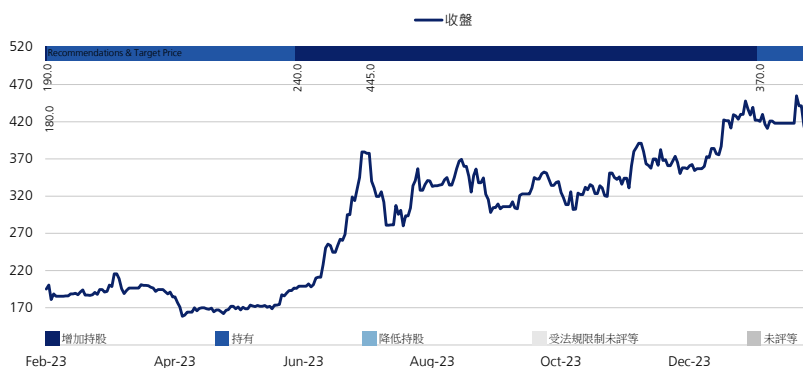
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,506	1,200	3,040	2,241	3,818
本期純益	1,156	2,455	1,589	2,098	3,355
折舊及攤提	405	473	518	627	642
本期運用資金變動	(259)	(2,368)	1,493	(444)	(138)
其他營業資產及負債變動	1,204	640	(561)	(40)	(40)
投資活動之現金流量	(588)	(377)	(688)	(566)	(591)
投資用短期投資出售[新購]	(173)	120	(50)	-	-
本期長期投資變動	24	-	-	-	-
資本支出淨額	(41)	(86)	(61)	(76)	(97)
其他資產變動	(399)	(411)	(577)	(491)	(494)
自由現金流	1,005	64	3,031	1,554	3,101
融資活動之現金流量	(200)	(782)	(1,285)	(1,118)	(1,476)
短期借款變動	-	127	95	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	88	-	-	-	-
已支付普通股股息	(249)	(820)	(1,243)	(1,118)	(1,476)
其他融資現金流	(39)	(89)	(137)	-	-
匯率影響數	(3)	69	7	-	-
本期產生現金流量	1,715	110	1,074	556	1,751

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%	28.0%	28.4%	24.2%
= 營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	18.1%	23.4%
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	11.4	9.4	11.3
營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	18.1%	23.4%
x 資本周轉率	37.2	6.7	11.4	9.4	11.3
x (1 - 有效現金稅率)	85.9%	82.1%	75.4%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	554.3%	123.2%	140.1%	134.9%	209.3%

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
2024-01-28	持有	370.0	422.0
2023-10-24	增加持股	445.0	339.5
2023-07-25	增加持股	445.0	377.5
2023-06-20	增加持股	240.0	196.0
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。