

## 智原 (3035 TT) Faraday

Neoverse 仍具關注度，惟效益待觀察

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$320.0

收盤價 (2024/04/23) : NT\$295.0

隱含漲幅 : 8.5%

## 營收組成 (1Q24)

IP 13%、NRE 24%、MP 63%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	320.0	400.0
2024年營收 (NT\$/十億)	11.8	13.0
2024年EPS	6.2	7.1

## 交易資料表

市值	NT\$76,880百萬元
外資持股比例	26.6%
董監持股比例	14.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$40.42
負債比	23.2%
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	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	13,065	11,966	11,825	14,005
營業利益	2,921	1,956	1,884	2,499
稅後純益	2,455	1,589	1,548	1,936
EPS (元)	9.87	6.40	6.23	7.79
EPS YoY (%)	112.1	-35.2	-2.7	25.1
本益比 (倍)	29.9	46.1	47.4	37.9
股價淨值比 (倍)	8.5	7.7	7.3	6.7
ROE (%)	29.3	16.7	15.4	17.6
現金殖利率 (%)	1.7%	1.4%	1.4%	1.7%
現金股利 (元)	5.00	4.16	4.05	5.06

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 公司預估 2Q24 營收季增低個位數、毛利率季持平，展望低於預期。

◆ 先進製程/封裝處佈局階段，與同業策略合作以突破長期以來侷限於成熟製程瓶頸，實際效益仍須學習曲線及有待時間觀察。

下修 2024/25 年 EPS 13%/12%，目標本益比下修至 40 倍 2025 年

◆ EPS，以反映營運下修、總體環境不確定性升高、投資氛圍轉差，評價有所下修。

## 1Q24 EPS 1.13 元，低於市場預期 9%

1Q24 EPS 1.13 元，符合元大預期/低於市場預期 9%。其中營收季減 9%、毛利率季增 0.6 個百分點達 46.5%，符合預期，主因 NRE 佔比提升、MP 佔比大幅下降，加上存貨跌價迴轉約 1200 萬元所致。費用率季增 5%，主因員工認購增資股、併購 Aragio 費用等，使得營益率季減 4 個百分點達 12.3%。1Q24 營收結構分別為 IP(矽智財)13%、NRE(委託設計)24%、MP(量產)63%，其中 NRE 倍增、MP 季減 25%；1Q24 MP 應用別中通訊網路 4%、行業 38%、AIoT48%、影音多媒體 10%；NRE 製程別以<28nm 佔比 68%，量產製程以 55~90nm、0.11~0.18mm 合計佔比約 7 成為最大宗。

## 預估 2Q24 營收季增低個位數，展望低於預期

公司預期 2Q24 營收季增低個位數、約年減 1 成，產品線 NRE、IP 分別季增雙位數、個位數，MP 受客戶清理庫存、新案遞延因素而估計季減個位數。本季毛利率估計季持平，費用季增個位數，主因投資先進製程 RD 支出，整體展望低於預期。推估 2Q24 EPS 1.18 元/季增 5%，較前次下修近 3 成。

## FinFET、ARM Neoverse 短期貢獻不大

展望 2024 年 NRE、IP 將創新高，其中 NRE 受惠來自 AI/Auto/HPC 等相關先進製程/封裝案子挹注，估計營收較去年倍增。惟 MP 持續受到客戶庫存調整、景氣不佳而遞延新案量產時程等，估計 MP 全年衰退幅度達 2 成。因此，公司最新預估全年營收 YoY 呈正負 5% 增減。市場關注智原在 FinFET 進展，先進製程主要過去透過 Samsung 14nm 平台經驗，陸續佈局 DIS、先進封裝包括 2.5/3D 封裝、Chiplet 架構，並且加入 ARM Neoverse Ecosystem 合作夥伴。近期透過 Intel 18A 製程以 ARM Neoverse based 推出 A800 平台，提供 Subsystem 客製化方案，藉由 Neoverse 平台擴大 HPC 應用市場，惟效益仍待觀察。本中心下修 2024/25 年 EPS 13%/12% 至 6.23/7.79 元，年減 3%/年增 25%。

## 營運分析

### 1Q24 財報低於預期，2Q24 營收展望季增低個位數，低於預期

智原科技 1Q24 營收季減 9%/年減 21% 至 25.8 億元，約持平本中心/市場預期，本季度營收呈現減少，主因 MP 業務客戶調節庫存，仍呈現衰退。毛利率季增 0.6 個百分點/年增加 1.8 個百分點至 46.5%，符合本中心/市場預期，主因 NRE 佔比提升、MP 佔比大幅下降，加上存貨跌價迴轉約 1200 萬元所致，然迴轉幅度較上季 8200 萬元大幅減少。營業利益 3.2 億元，季減 31%/年減 51%，主因員工認購增資股及併購美國 IP 公司 Aragio 費用，致使費用率季增 5%、營益率季減 4 個百分點達 12.3%。本季獲利 2.8 億元、EPS 1.13 元，季減 13%/年減 44%，符合本中心預期/低於市場預期 9%。此外，1Q24 庫存週轉天數季減 34 天至 71 天，公司表示自去年下半年開始積極調整庫存至今，庫存水位逐漸恢復正常。

1Q24 營收結構分別為 IP(矽智財) 13%、NRE(委託設計)24%、MP(量產)63%，其中 NRE 倍增、MP 季減 25%；1Q24 MP 應用別中通訊網路 4%、行業用 38%、AIoT48%、影音多媒體佔 10%；NRE 製程別以<28nm 佔比約 68%，量產製程以 55~90nm、0.11~0.18mm 合計佔比約 7 成為最大宗。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,262	2,824	2,579	-8.7%	-20.9%	2,607	2,629	-1.1%	-1.9%
營業毛利	1,458	1,297	1,200	-7.5%	-17.7%	1,197	1,209	0.2%	-0.7%
營業利益	650	457	317	-30.7%	-51.3%	347	383	-8.9%	-17.3%
稅前利益	640	463	355	-23.4%	-44.6%	359	384	-1.3%	-7.7%
稅後淨利	502	320	280	-12.4%	-44.2%	275	313	1.5%	-10.6%
調整後 EPS (元)	2.02	1.29	1.13	-12.6%	-44.3%	1.11	1.24	1.5%	-9.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	44.7%	45.9%	46.5%	0.6	1.8	45.9%	46.0%	0.6	0.5
營業利益率	19.9%	16.2%	12.3%	-3.9	-7.7	13.3%	14.6%	-1.0	-2.3
稅後純益率	15.4%	11.3%	10.8%	-0.5	-4.5	10.6%	11.9%	0.3	-1.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

展望 2Q24，公司預期營收季增低個位數，約年減 1 成，各產品線 NRE、IP 分別季增雙位數、個位數，MP 則受到客戶清理庫存、新案遞延因素而估計季減個位數。2Q24 毛利率估計季持平，費用季增個位數，主因投資先進製程 RD 支出，整體展望低於預期。以此推估 2Q24 EPS 1.18 元，季增 5%，較前次報告下修近 3 成。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q244F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,917	2,579	2,679	3.9%	-8.2%	3,026	3,103	-11.5%	-13.7%
營業毛利	1,271	1,200	1,253	4.5%	-1.4%	1,434	1,442	-12.6%	-13.1%
營業利益	420	317	343	8.2%	-18.2%	534	545	-35.6%	-37.0%
稅前利益	515	355	375	5.9%	-27.1%	551	580	-31.8%	-35.3%
稅後淨利	414	280	293	4.6%	-29.2%	416	455	-29.4%	-35.6%
調整後 EPS (元)	1.67	1.13	1.18	4.9%	-29.1%	1.67	1.78	-29.4%	-33.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	43.6%	46.5%	46.8%	0.3	3.2	47.4%	46.5%	-0.6	0.3
營業利益率	14.4%	12.3%	12.8%	0.5	-1.6	17.6%	17.6%	-4.8	-4.7
稅後純益率	14.2%	10.8%	11.0%	0.1	-3.2	13.7%	14.7%	-2.8	-3.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## FinFET、ARM Neoverse 短期貢獻不大

展望 2024 年 NRE、IP 將創新高，其中 NRE 受惠來自 AI/Auto/HPC 等相關先進製程/封裝案子挹注，估計營收較去年倍增。惟 MP 持續受到客戶庫存調整、景氣不佳而遞延新案量產時程等，估計 MP 全年衰退幅度達 2 成。因此，公司最新預估全年營收 YoY 呈正負 5% 增減。市場關注智原在 FinFET 進展，先進製程主要過去透過 Samsung 14nm 平台經驗，陸續佈局 DIS、先進封裝包括 2.5/3D 封裝、Chiplet 架構，並且加入 ARM Neoverse Ecosystem 合作伙伴。近期透過 Intel 18A 製程以 ARM Neoverse based 推出 A800 平台，提供 Subsystem 客製化方案，藉由 Neoverse 平台擴大 HPC 應用市場，惟效益仍待觀察。

## 積極布局合作平台，發展多元客戶

智原斥資 6.2 億台幣收購美國矽智財廠 Aragio Solution，該公司成立 20 年，專注做 I/O、ESD，前五大 Foundry 都是其客人，目前運作良好，可以增加智原在 I/O 設計能力跟深度(越先進製程 I/O 就越重要)，預估該公司 2024 年可貢獻智原營收 1-2 億元，預計 2Q24 納入合併計算。另外，智原也持續耕耘夥伴關係，與 ARM 合作方面，已經完成研發人員美國受訓，並已經在內部訓練(2024 年營業費用增加主因)，目前已經開發 Neoverse A800 平台，並且與 Intel、ARM 三方討論共同推出 Chiplet 架構，目標為對接客戶共同合作的發展平台，抑或是當作 general 產品來銷售。

## 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

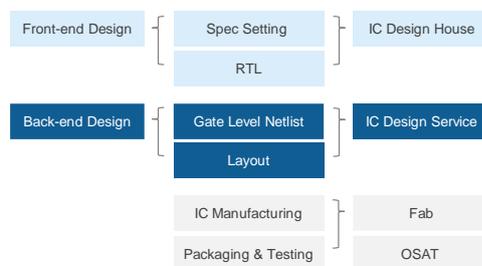
隨著半導體產業對晶片功能和性能要求增加，晶片結構日漸複雜、造價亦越來越昂貴，使得 IC 設計工作困難度日益提高，進而成為 IC 設計服務業者重要之商機與切入點。IC 設計服務商可從最初的产品概念、規格制定、開發、驗證、製造、生產到最終成品等各階段中協助下游客戶開發晶片，客戶可彈性地選擇在任何環節切入半導體設計的產業鏈，並由設計服務業者完成後續統包作業。

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便能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。

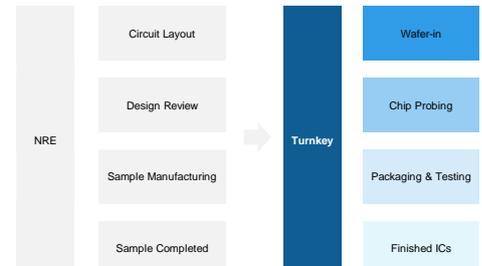
隨 5G/AI/HPC 需求於近年激增及晶圓代工廠持續往更先進製程邁進，未來將會有越來越多的系統/品牌廠出現差異化晶片或自行研發晶片的需求，研調機構 Global Information 指出，全球 ASIC 晶片市場將於 2030 年達到 355 億美元，2023~2030 年 CAGR 可望達 8.2%，中長期而言 IC 設計服務產業有望受惠半導體產業大勢。

圖 3：設計服務商負責設計後之統包服務



資料來源：元大投顧

圖 4：營運模式以 NRE 及 Turnkey 為主



資料來源：元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 維持持有評等，改以 40 倍本益比、2025 年 EPS 為評價基礎，給予目標價 320 元

本中心維持智原之「持有-超越同業」評等，基於以下幾點：(1) 1Q24 EPS 1.13 元，低於市場預期；(2) 2Q24 預估營收季增低個位數、年減高個位數、毛利率持平，展望低於預期；(3) 公司預期 2024 年 NRE 有機會倍數成長，但 MP 受到客戶庫存調整及景氣不佳而新案遞延量產，估計全年營收衰退達 2 成以上。公司 2024 全年營收目標為年增減 5%，展望低於預期。(4) AI ASIC 熱潮亦使公司積極佈局 FinFET、尋求營運面的突破，公司估計 2024 年來自 AI/先進製程/封裝營收佔比可望達高個位數，Neoverse 效益落在 2025 年。(5) 元大最新預估 2024/25 年營收分別下滑 1%/成長 18%，EPS 6.23/7.79 元，獲利分別下修 13%/12%，基於 2Q24 及 2024 全年展望低於預期、針對先進製程/封裝毛利率的假設基礎調整。

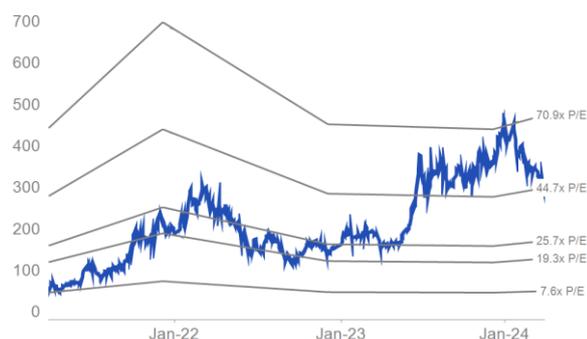
目前股價相當於預估 2024/25 年本益比 47/38 倍，落於過去兩年公司本益比評價區間 30~46 倍的上緣，高於國內同業平均本益比 49/32 倍、國外同業平均本益比約 53/36 倍。儘管市場看好公司在 FinFET 典範轉移、ARM Neoverse、Intel 合作具想像空間，評價較過往大幅提升，惟 FinFET 目前已進行 1 個案子，預計今年 Design win 目標約 4~7 個案子、AI 營收貢獻約高個位數，對短期挹注有限，維持「持有-超越大盤」評等，目標本益比由 45 倍下調至 40 倍，基於公司營運展望低於預期及反映總體環境不確定性增高、中國市場需求復甦緩慢等，使得整體半導體/AI 族群投資氛圍轉差，評價有所下修，改以 40 倍本益比、2025 年 EPS 為評價基礎，推得目標價 320 元。

圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	11,825	13,004	14,005	14,864	-9.1%	-5.8%
營業毛利	5,564	5,947	6,399	6,774	-6.4%	-5.5%
營業利益	1,884	2,267	2,499	2,854	-16.9%	-12.4%
稅前利益	1,983	2,325	2,562	2,917	-14.7%	-12.2%
稅後淨利	1,548	1,768	1,936	2,193	-12.5%	-11.7%
調整後 EPS (元)	6.23	7.11	7.79	8.82	-12.5%	-11.7%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	47.1%	45.7%	45.7%	45.6%	1.3	0.1
營業利益率	15.9%	17.4%	17.8%	19.2%	-1.5	-1.4
稅後純益率	13.1%	13.6%	13.8%	14.8%	-0.5	-0.9

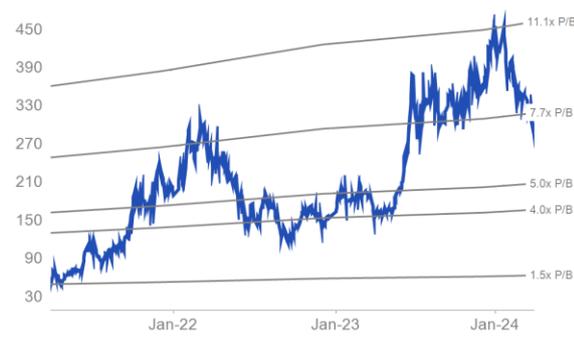
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
智原	3035 TT	持有-超越 同業	295.0	2,329	6.40	6.23	7.79	46.1	47.4	37.9	(35.2)	(2.7)	25.1
國外													
Synopsys	SNPS US	未評等	515.5	82,622	11.1	8.9	15.6	46.5	57.9	33.0	72.3	(19.6)	75.5
Cadence	CDNS US	未評等	285.0	80,457	5.1	5.9	6.8	55.8	48.4	42.0	63.3	15.3	15.1
國外平均					8.1	7.4	11.2	51.1	53.1	37.5	67.8	(2.2)	45.3
國內													
創意	3443 TT	買進	1125.0	7,324	26.2	27.7	45.0	43.0	40.7	25.0	(5.4)	5.7	62.8
世芯-KY	3661 TT	未評等	2860.0	9,035	44.7	75.0	107.3	64.0	38.1	26.7	73.9	67.9	43.0
M31	6643 TT	買進	1145.0	1,555	12.7	17.0	25.5	90.4	67.2	44.9	15.1	34.6	49.6
國內平均					27.8	39.9	59.3	65.8	48.7	32.2	27.9	36.1	51.8

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 9：季度及年度簡明損益表 (合併)

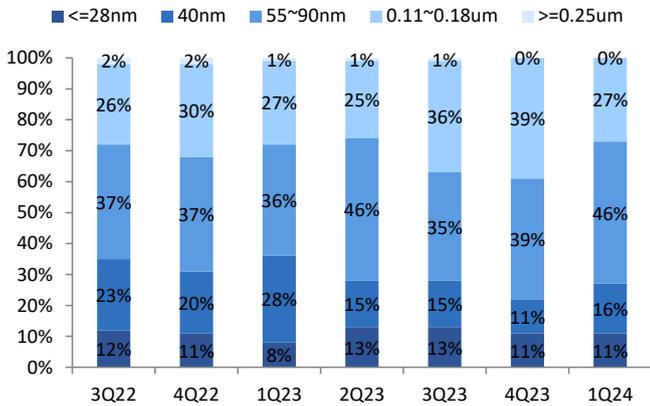
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	3,262	2,917	2,962	2,824	2,579	2,679	3,167	3,400	11,966	11,825
銷貨成本	(1,804)	(1,646)	(1,681)	(1,527)	(1,379)	(1,426)	(1,668)	(1,789)	(6,658)	(6,261)
營業毛利	1,458	1,271	1,281	1,297	1,200	1,253	1,499	1,611	5,307	5,564
營業費用	(808)	(851)	(853)	(840)	(883)	(910)	(937)	(950)	(3,351)	(3,680)
營業利益	650	420	428	457	317	343	562	661	1,956	1,884
業外利益	(10)	95	24	6	38	32	12	17	114	99
稅前純益	640	515	452	463	355	375	574	678	2,070	1,983
所得稅費用	(162)	(128)	(111)	(108)	(77)	(82)	(122)	(156)	(509)	(437)
少數股東權益	(24)	(26)	(13)	35	(2)	0	0	0	(28)	(2)
歸屬母公司稅後純益	502	414	354	320	280	293	452	522	1,589	1,548
調整後每股盈餘(NT\$)	2.02	1.67	1.42	1.29	1.13	1.18	1.82	2.10	6.40	6.23
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%	43.6%	43.3%	45.9%	46.5%	46.8%	47.3%	47.4%	44.4%	47.1%
營業利益率	19.9%	14.4%	14.5%	16.2%	12.3%	12.8%	17.8%	19.5%	16.3%	15.9%
稅前純益率	19.6%	17.7%	15.3%	16.4%	13.8%	14.0%	18.1%	20.0%	17.3%	16.8%
稅後純益率	15.4%	14.2%	12.0%	11.3%	10.8%	11.0%	14.3%	15.4%	13.3%	13.1%
有效所得稅率	25.3%	24.8%	24.6%	23.4%	21.7%	21.9%	21.3%	23.0%	24.6%	22.0%
季增率(%)										
營業收入	0.4%	-10.6%	1.6%	-4.7%	-8.7%	3.9%	18.2%	7.4%		
營業利益	-0.2%	-35.4%	2.0%	6.7%	-30.6%	8.2%	63.8%	17.6%		
稅後純益	-4.3%	-17.5%	-14.5%	-9.6%	-12.4%	4.6%	54.3%	15.5%		
調整後每股盈餘	-4.2%	-17.5%	-14.5%	-9.6%	-12.6%	4.9%	54.1%	15.5%		
年增率(%)										
營業收入	1.7%	-13.3%	-8.7%	-13.1%	-20.9%	-8.2%	6.9%	20.4%	-8.4%	-1.2%
營業利益	-11.6%	-49.0%	-39.7%	-29.9%	-51.2%	-18.4%	31.2%	44.7%	-33.0%	-3.7%
稅後純益	-25.1%	-37.4%	-40.9%	-39.0%	-44.2%	-29.2%	27.7%	63.2%	-37.8%	-1.0%
調整後每股盈餘	-25.1%	-37.4%	-40.9%	-38.9%	-44.3%	-29.1%	27.8%	63.2%	-35.2%	-2.7%

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調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

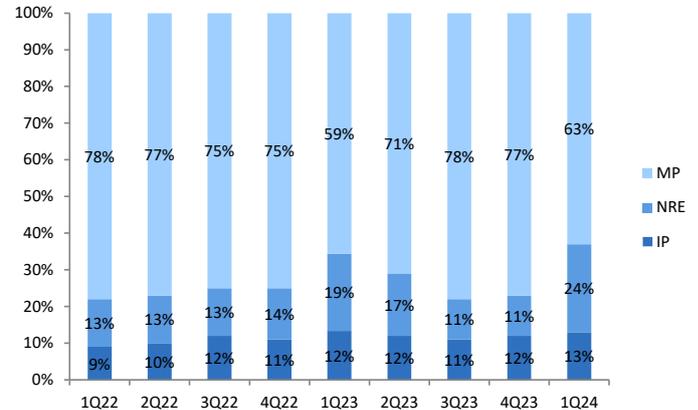
智原成立於 1993 年，為聯電集團旗下的 IC 設計服務公司，主要提供 ASIC 服務與矽智財 IP 授權服務，其 ASIC 團隊已成功完成數千個 ASIC 設計案。公司營收組成中量產約占 60-70%、委託設計約占 15-25%、矽智財約占 15%，下游終端應用包括通訊網路、行業用、AIoT、多媒體、消費性電子、PC 周邊等，製程技術則以 40/28/22 奈米等成熟製程節點為主。

圖 10：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 11：營收組成



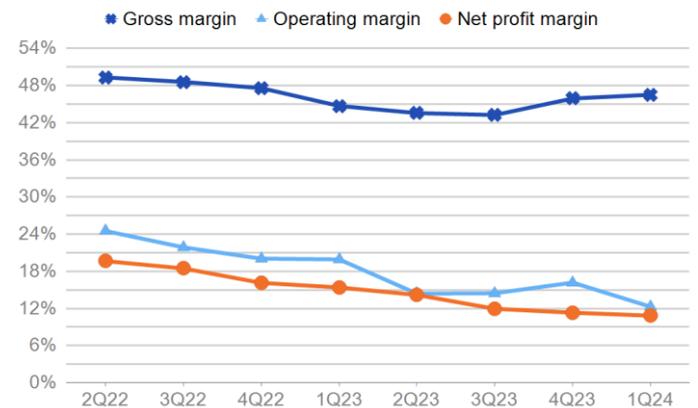
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



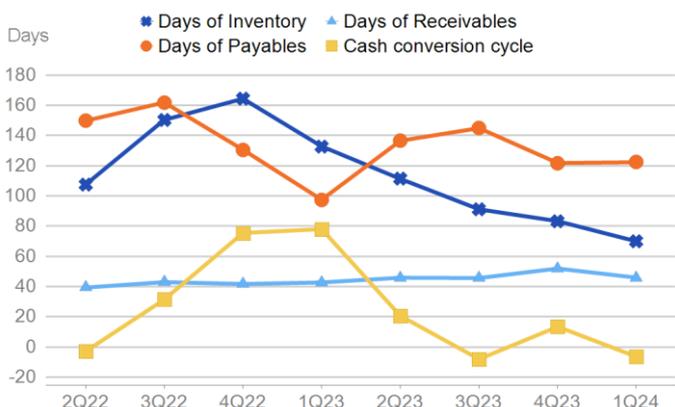
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



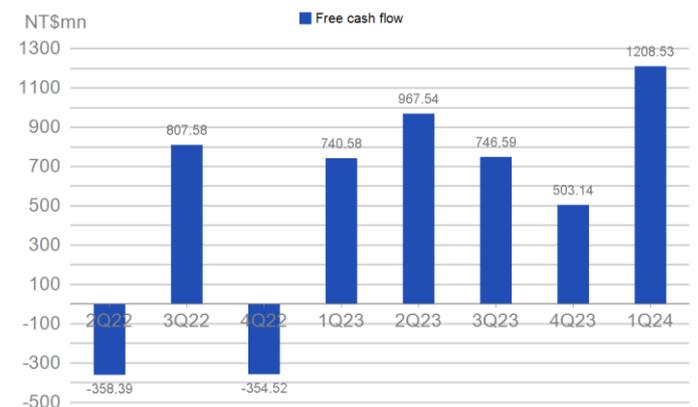
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：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 16：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 (2024/4/23)

註 1：ESG 總分 =  $A - (A * \text{可控風險因子} * B / 100)$

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

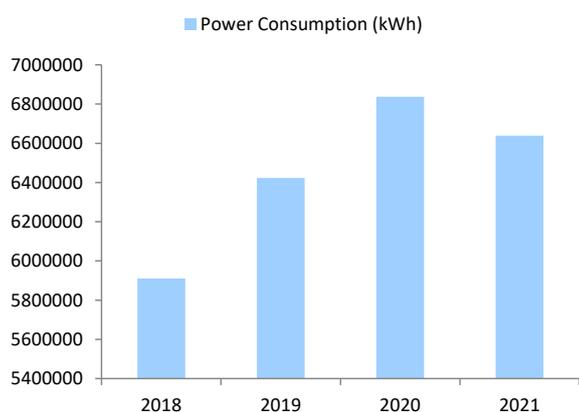
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

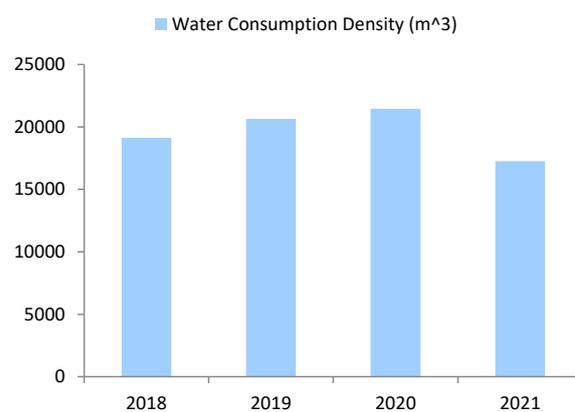
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 17：年度電力使用 (度)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 18：年度水資源使用 (度)



資料來源：公司資料、Reuters

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	4,763	4,873	5,715	6,843	6,627
存貨	1,321	3,017	1,187	1,557	1,902
應收帳款及票據	939	1,354	1,559	708	2,208
其他流動資產	370	511	412	412	412
<b>流動資產</b>	<b>7,392</b>	<b>9,754</b>	<b>8,873</b>	<b>9,520</b>	<b>11,149</b>
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	518	514	553	479	405
無形資產	505	615	683	683	683
其他非流動資產	3,621	2,629	3,309	3,309	3,309
<b>非流動資產</b>	<b>4,644</b>	<b>3,759</b>	<b>4,545</b>	<b>4,471</b>	<b>4,397</b>
<b>資產總額</b>	<b>12,037</b>	<b>13,513</b>	<b>13,418</b>	<b>13,991</b>	<b>15,546</b>
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,060	1,649
短期借款	0	127	95	95	95
什項負債	2,134	2,899	2,142	2,142	2,142
<b>流動負債</b>	<b>3,506</b>	<b>4,156</b>	<b>3,236</b>	<b>3,297</b>	<b>3,886</b>
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	376	388	328	328	328
<b>長期負債</b>	<b>376</b>	<b>388</b>	<b>328</b>	<b>328</b>	<b>328</b>
<b>負債總額</b>	<b>3,881</b>	<b>4,544</b>	<b>3,564</b>	<b>3,624</b>	<b>4,214</b>
股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
資本公積	706	706	706	706	706
保留盈餘	3,279	4,930	5,276	5,790	6,720
什項權益	1,370	478	1,067	1,067	1,067
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>7,840</b>	<b>8,599</b>	<b>9,533</b>	<b>10,048</b>	<b>10,977</b>
<b>非控制權益</b>	<b>315</b>	<b>369</b>	<b>321</b>	<b>319</b>	<b>354</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>8,155</b>	<b>8,969</b>	<b>9,855</b>	<b>10,367</b>	<b>11,332</b>

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)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	1,290	2,510	1,561	1,546	1,971
折舊及攤提	405	473	502	123	123
本期營運資金變動	(597)	(2,319)	1,493	542	(1,254)
其他營業資產 及負債變動	1,408	535	(549)	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,506</b>	<b>1,200</b>	<b>3,007</b>	<b>2,211</b>	<b>840</b>
資本支出	(41)	(86)	(49)	(49)	(49)
本期長期投資變動	0	0	(604)	0	0
其他資產變動	(548)	(291)	(50)	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(588)</b>	<b>(377)</b>	<b>(704)</b>	<b>(49)</b>	<b>(49)</b>
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	0	127	(30)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(249)	(820)	(1,243)	(1,034)	(1,006)
其他調整數	49	(89)	(148)	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(200)</b>	<b>(782)</b>	<b>(1,421)</b>	<b>(1,034)</b>	<b>(1,006)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(3)</b>	<b>69</b>	<b>(40)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,715</b>	<b>110</b>	<b>842</b>	<b>1,128</b>	<b>(215)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>2,465</b>	<b>1,114</b>	<b>2,958</b>	<b>2,161</b>	<b>791</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>8,085</b>	<b>13,065</b>	<b>11,966</b>	<b>11,825</b>	<b>14,005</b>
銷貨成本	(3,995)	(6,690)	(6,658)	(6,261)	(7,606)
<b>營業毛利</b>	<b>4,090</b>	<b>6,375</b>	<b>5,307</b>	<b>5,564</b>	<b>6,399</b>
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,351)	(3,680)	(3,900)
推銷費用	(360)	(475)	(452)	(507)	(537)
研究費用	(2,037)	(2,422)	(2,362)	(2,581)	(2,735)
管理費用	(366)	(542)	(531)	(578)	(612)
其他費用	75	(14)	(6)	(15)	(16)
<b>營業利益</b>	<b>1,402</b>	<b>2,921</b>	<b>1,956</b>	<b>1,884</b>	<b>2,499</b>
利息收入	13	33	46	71	75
利息費用	(6)	(6)	(5)	(12)	(12)
利息收入淨額	7	27	41	59	63
投資利益(損失)淨額	0	0	72	(14)	0
匯兌損益	9	12	24	52	0
其他業外收入(支出)淨額	84	98	(22)	2	0
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,983	2,562
所得稅費用	(212)	(547)	(509)	(437)	(591)
少數股權淨利	134	56	(28)	(2)	35
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>1,156</b>	<b>2,455</b>	<b>1,589</b>	<b>1,548</b>	<b>1,936</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,913	3,537	1,454	1,761	2,376
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>4.66</b>	<b>9.87</b>	<b>6.40</b>	<b>6.23</b>	<b>7.79</b>

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	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	47.1	61.6	(8.4)	(1.2)	18.4
營業利益	840.3	108.4	(33.0)	(3.7)	32.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	153.8	84.9	(58.9)	21.1	34.9
稅後純益	403.9	94.6	(37.8)	(1.0)	27.5
調整後每股盈餘	331.7	112.1	(35.2)	(2.7)	25.1
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	50.6	48.8	44.4	47.1	45.7
營業利益率	17.3	22.4	16.3	15.9	17.8
稅前息前淨利率	18.5	23.4	16.3	15.9	17.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.7	27.1	12.2	14.9	17.0
稅前純益率	18.6	23.4	17.3	16.8	18.3
稅後純益率	14.3	18.8	13.3	13.1	13.8
資產報酬率	12.8	19.7	11.6	11.1	12.7
股東權益報酬率	17.8	29.3	16.7	15.4	17.6
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	47.6	50.7	36.2	35.0	37.2
淨負債權益比 (%)	(58.4)	(52.9)	(57.0)	(65.1)	(57.6)
利息保障倍數 (倍)	257.2	481.2	450.2	166.2	214.5
流動比率 (%)	210.9	234.7	274.2	288.8	286.9
速動比率 (%)	173.2	162.1	237.5	241.5	237.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(4,763)	(4,746)	(5,620)	(6,748)	(6,532)
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.59	38.36	40.42	44.17
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	63.4	29.9	46.1	47.4	37.9
股價自由現金流量比	29.8	65.9	24.8	34.0	92.9
股價淨值比	9.4	8.5	7.7	7.3	6.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	38.4	20.8	50.5	41.7	30.9
股價營收比	9.1	5.6	6.1	6.2	5.2

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：重要揭露事項

### 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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210428	61.70	68.00	64.15	持有-超越同業	陳娟娟
2	20210727	116.50	120.00	114.14	持有-超越同業	陳娟娟
3	20211026	163.00	175.00	166.46	持有-超越同業	陳娟娟
4	20211224	243.00	240.00	228.29	持有-超越同業	陳娟娟
5	20220223	233.50	265.00	252.07	持有-超越同業	陳娟娟
6	20220727	177.50	195.00	189.76	持有-超越同業	陳娟娟
7	20221026	139.50	155.00	150.83	持有-超越同業	陳娟娟
8	20230222	200.50	200.00	194.62	持有-超越同業	陳娟娟
9	20230426	171.00	170.00	165.43	持有-超越同業	陳娟娟
10	20230726	377.50	350.00	350.00	持有-超越同業	陳娟娟
11	20231024	339.50	350.00	350.00	持有-超越同業	陳娟娟
12	20240221	400.00	400.00	400.00	持有-超越同業	陳娟娟

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；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、評價資訊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、評價資訊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

© 2024 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，為於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註釋定義）。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、轉寄或揭露。

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

© {2024} 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>.