

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	96.1 元
目標價	
3 個月	105 元
12 個月	105 元

智伸科(4551 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

03/13/2024	Buy	107.00
11/08/2023	Trading Buy	124.00
09/25/2023	Trading Buy	138.00
08/08/2023	Buy	140.00
06/12/2023	Buy	144.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,152
市值(億元)	111
目前每股淨值(元)	68.84
外資持股比(%)	49.57
投信持股比(%)	0.50
董監持股比(%)	10.96
融資餘額(張)	1,672
現金股息配發率(%)	55.93

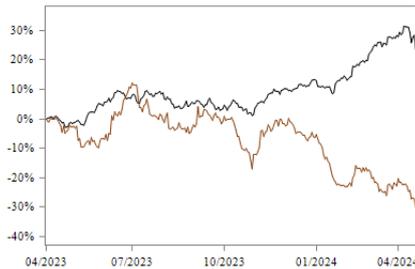
產品組合



- 汽車:51.77%
- 運動:17.26%
- 醫療:13.63%
- 其他:17.34%

股價相對大盤走勢

— 4551 — TWSE



短期評價不易拉升，投資建議調整至 Trading Buy。

投資建議調整至 Trading Buy：受到市場需求平淡且供應鏈調整庫存影響，2023 年營運表現不佳。因汽車、醫療產品有望提供成長動能，預估 2024 年營收、獲利有望明顯回升。惟考量受整體市場影響，短期評價不易拉升，投資建議調整至 Trading Buy，目標價 105 元(以 2024 年 EPS 及 PE 16 倍評價)。

1Q24 營收表現平穩，獲利能力回升：1Q24 方面，汽車、電子產品出貨表現相對較佳，運動產品出貨表現穩定，而醫療客戶庫存調整延續至 1Q24，導致醫療產品出貨持續萎縮。但整體來看，營運狀況維持穩定，1Q24 營收 16.36 億元，QoQ+1.18%、YoY-12.09%。獲利能力方面，預估毛利率表現維持穩定，營業利益 1.61 億元，QoQ-9.47%、YoY-31.38%。考量業外淨收入回升，預估稅後純益 1.16 億元，QoQ+135.95%、YoY-27.00%，EPS 1.01 元。2Q24 方面，公司展望汽車產品出貨增長，醫療產品出貨回升，而電子產品出貨相對轉弱，運動產品出貨維持穩定，整體營運有望小幅增長。

預估 2024 年營運有望回升：2023 年方面，營收 71.22 億元，YoY-22.88%。獲利能力方面，因供應鏈庫存調整影響稼動率及生產排程，且受汽車產品組合影響，2023 年毛利率由 2022 年的 27.12% 下降至 21.73%，營業利益 7.22 億元，YoY-55.73%。因業外較無匯兌利益挹注，稅後純益 5.16 億元，YoY-63.32%，EPS 4.48 元。2024 年方面，電子產品、運動產品營收表現平穩，在新能源車、醫療產品出貨帶動下，營運動能有望回升。預估 2024 年營收 79.39 億元，YoY+11.47%。受惠於營收規模提升、產品組合持續改善，預估毛利率小幅回升，營業利益 YoY+32.53%。若業外表現相對平穩，預估稅後純益 7.58 億元，YoY+46.97%，EPS 6.58 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	7,122	7,939	9,194	1,861	1,840	1,803	1,617	1,636	1,758	2,179	2,365	2,189
營業毛利淨額	1,548	1,769	2,103	414	378	416	340	351	382	491	545	492
營業利益	722	956	1,220	235	158	151	178	161	184	282	329	281
稅後純益	516	758	952	159	132	175	49	116	145	224	272	200
稅後 EPS(元)	4.48	6.58	8.27	1.38	1.15	1.52	0.43	1.01	1.26	1.95	2.36	1.74
毛利率(%)	21.73%	22.29%	22.88%	22.25%	20.56%	23.06%	21.01%	21.44%	21.75%	22.53%	23.05%	22.49%
營業利率(%)	10.13%	12.04%	13.27%	12.61%	8.59%	8.36%	11.00%	9.84%	10.45%	12.95%	13.92%	12.84%
稅後純益率(%)	7.24%	9.54%	10.36%	8.54%	7.19%	9.71%	3.04%	7.09%	8.25%	10.29%	11.51%	9.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-22.88%	11.47%	15.81%	-16.52%	-1.18%	-1.96%	-10.32%	1.18%	7.42%	24.00%	8.52%	-7.46%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.32%	46.97%	25.70%	-46.73%	-16.79%	32.39%	-71.91%	135.95%	25.03%	54.55%	21.45%	-26.55%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 11.52 億元計算。

智伸科 ESG：

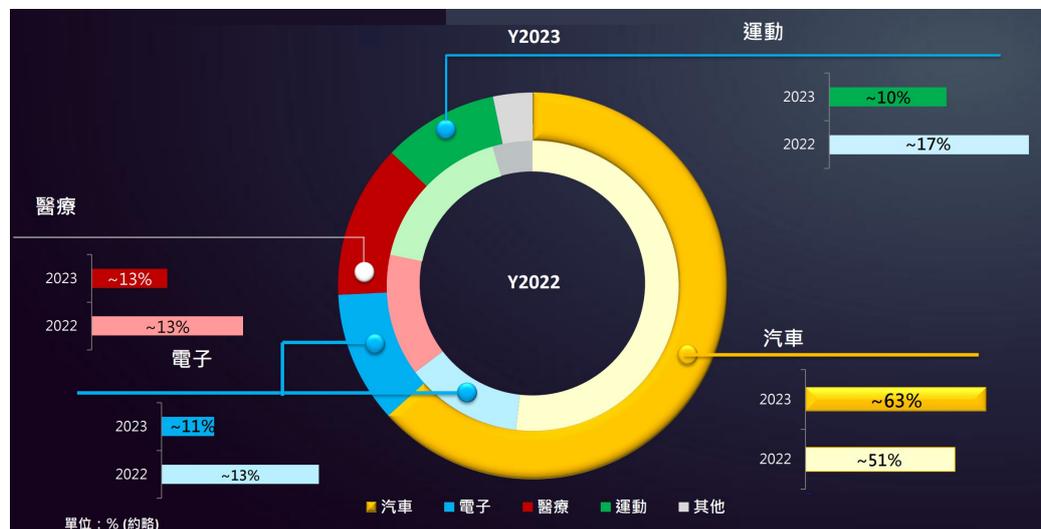
(1) 溫室氣體排放管理政策：1. 溫室氣體減量已利用製程冷卻水概念，採用冰水機所產製冰水對製程設備施以降溫冷卻，改善製程設備安裝冷卻機，達到節能降低溫室氣體減量排放之目的。2. 空壓機廢熱回收方案已執行產製熱水供應宿舍生活盥洗需求，達成減少用電與降低溫室氣體減量排放之目的。公司計畫企業溫室氣體排放量每年減量 1% 以上。(2) 能源管理政策：購進再生能源，引進高能低耗先進主要及輔助設備。且通過不斷的節水技術改造，採用碳氫真空清洗工藝技術改造、節水型器具、回收利用、冷卻水迴圈利用等，具有良好的綜合經濟效益。(3) 廢棄物管理政策：加強危險廢棄物、一般固體廢棄物等廢棄物的管理，引進廢乳化液、廢切削油、廢碳氫液過濾濃縮設備，達到減量化處置；污泥使用烘乾設備即在處置前充分除去水份，達到減量化處置。計畫固體廢棄物減排廢總體每年減量 1% 以上。

公司概況：

智伸科(4551 TT)成立於 1987 年，公司業務以各種精密金屬零件加工、製造及買賣為主，下游應用領域涵蓋汽車剎車安全系統、燃油噴嘴系統、傳動系統、轉向系統、溫控系統、半導體設備流量控器系統、雲端及大容量硬碟精密零件、醫療零件、工業及光學產品等。智伸科透過併購旭申擴大發展油電混和車的傳動系統零組件，並跨入電動車領域。因旭申客戶包含 ZF、FCA、Hilite、Tesla 等，智伸科成功打入 BMW、Tesla 等車廠供應鏈。智伸科於燃油車、新能源車著重於動力系統、傳動系統、安全系統等產品，現持續朝向電動車的傳動系統、安全系統、轉向系統、驅動馬達、散熱系統等產品發展。產品組合方面，2023 年營收佔比分別為汽車 63%、運動 10%、電子 11%、醫療 13%、其他 3%。

生產基地方面，智伸科擁有廣東東莞廠(中國)、浙江嘉善廠(中國)、浙江嘉興廠(中國)、桃園楊梅廠(台灣)，分別佔 2023 營收比重為 16.41%、45.04%、4.79%、33.76%。東莞廠主要生產電子產品(100%)、半導體及燃油車相關。楊梅廠未來希望降低運動佔比，提升新能源車、醫療產品出貨。而公司發展重點落於浙江嘉善廠、嘉興廠，重心為醫療、新能源車產品。

圖一、智伸科營收比重



資料來源：智伸科

2024 年 4 月 22 日

1Q24 營收表現平穩，獲利能力回升：

1Q24 方面，汽車、電子產品出貨表現相對較佳，運動產品出貨表現穩定，而醫療客戶庫存調整延續至 1Q24，導致醫療產品出貨持續萎縮。但整體來看，營運狀況維持穩定，1Q24 營收 16.36 億元，QoQ+1.18%、YoY-12.09%。獲利能力方面，預估毛利率表現維持穩定，營業利益 1.61 億元，QoQ-9.47%、YoY-31.38%。考量業外淨收入回升，預估稅後純益 1.16 億元，QoQ+135.95%、YoY-27.00%，EPS 1.01 元。2Q24 方面，公司展望汽車產品出貨增長，醫療產品出貨回升，而電子產品出貨相對轉弱，運動產品出貨維持穩定，整體營運有望小幅增長。

2023 年營運表現下滑，預估 2024 年有望回升：

各產品線狀況如下：(1)2023 年汽車產品營收 YoY-6.00%，汽車產品發展朝向電動車懸吊系統、安全移動系統、散熱系統邁進。1H23 新能源車佔比約落於 20~25%，2H23 比重上升，2023 年佔比約 25~30%。純電動車 2023 年營收佔比仍低於 5%，但隨著新產品持續發展，且為部分新創車廠(如華為、小米)電動車零部件獨家供應商。公司期望純電動車佔 2024 年營收比重超過 10%，新能源車 2024 年營收佔比達到 40%，2024 年汽車產品營收 YoY+10~20%。(2)電子產品因面臨庫存調整，且受大環境需求不佳影響，2023 年營收 YoY-34.33%。2024 年展望持平至 YoY+10%。(3)運動產品則疫情影響淡化且前期基期墊高，2023 年營收 YoY-55.65%，2024 年展望持平至 YoY+10%。(4)醫療產品面臨客戶庫存調整，且庫存調整時間延長至 1Q24，2023 年營收 YoY-27.43%，1H24 出貨動能相對較弱。在既有客戶滲透率提升及切入新客戶供應鏈帶動下，2H24 出貨表現有望明顯提升，2024 年營收展望 YoY+10~15%。

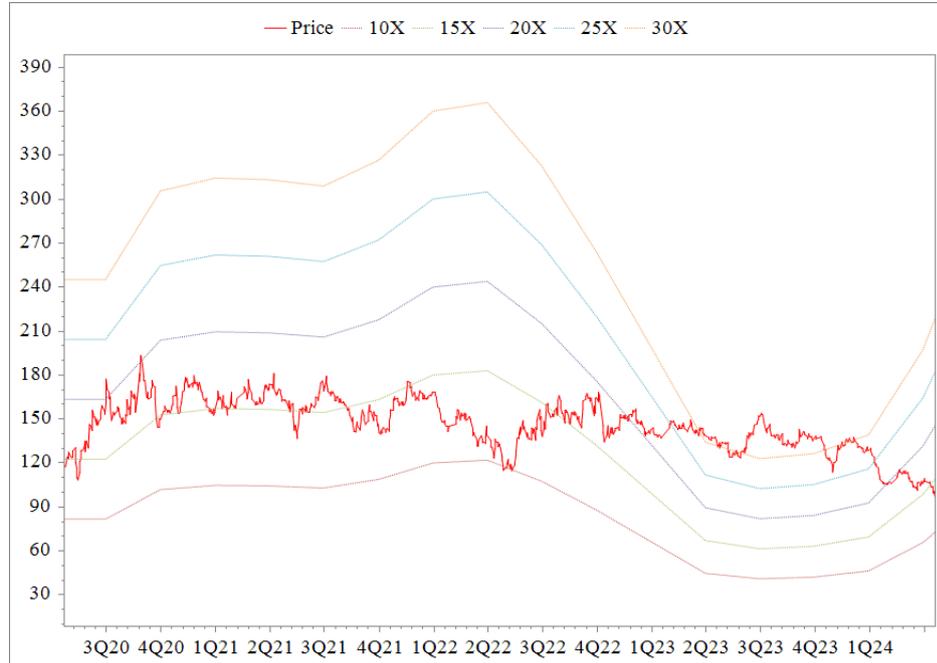
2023 年方面，營收 71.22 億元，YoY-22.88%。獲利能力方面，因供應鏈庫存調整影響稼動率及生產排程，且受汽車產品組合影響，2023 年毛利率由 2022 年的 27.12% 下降至 21.73%，營業利益 7.22 億元，YoY-55.73%。因業外較無匯兌利益挹注，稅後純益 5.16 億元，YoY-63.32%，EPS 4.48 元。

2024 年方面，電子產品、運動產品營收表現平穩，在新能源車、醫療產品出貨帶動下，營運動能有望回升。預估 2024 年營收 79.39 億元，YoY+11.47%。受惠於營收規模提升、產品組合持續改善，預估毛利率小幅回升，營業利益 YoY+32.53%。若業外表現相對平穩，預估稅後純益 7.58 億元，YoY+46.97%，EPS 6.58 元。

投資建議：

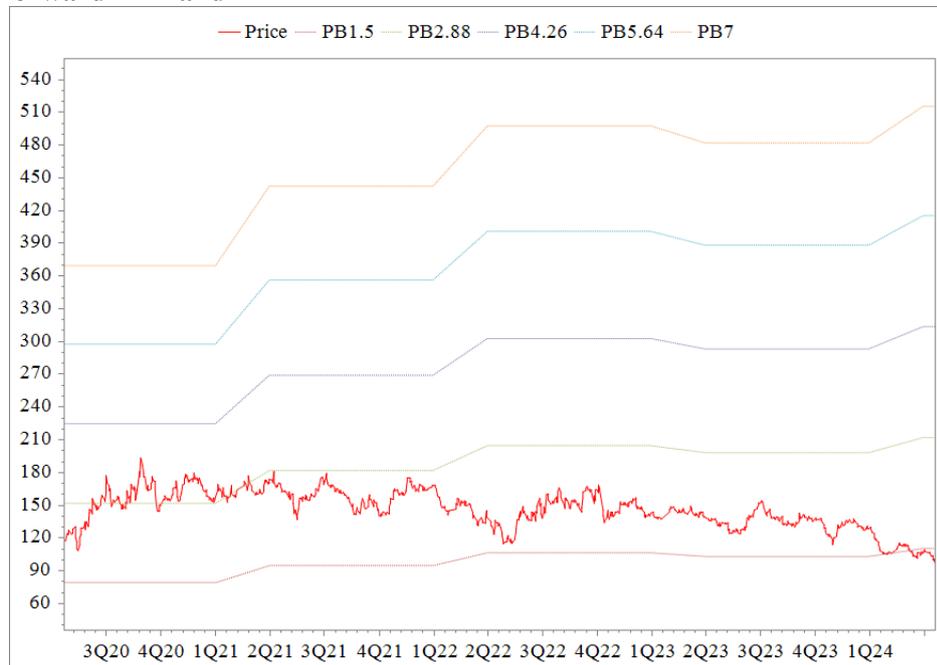
受到市場需求平淡且供應鏈調整庫存影響，2023 年營運表現不佳。因汽車、醫療產品有望提供成長動能，預估 2024 年營收、獲利有望明顯回升。惟考量受整體市場影響，短期評價不易拉升，投資建議調整至 Trading Buy，目標價 105 元(以 2024 年 EPS 及 PE 16 倍評價)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	12,346	13,460	12,763	13,572	13,997
流動資產	7,045	7,948	7,206	7,634	8,082
現金及約當現金	2,322	2,751	2,848	2,614	2,752
應收帳款與票據	2,349	2,922	2,125	2,678	2,863
存貨	1,927	1,918	1,884	1,601	1,702
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	4,670	4,898	4,940	5,068	5,153
負債總計	5,066	5,271	4,832	5,090	5,138
流動負債	4,517	4,668	4,297	4,362	4,490
應付帳款及票據	851	703	611	779	776
非流動負債	549	603	536	652	575
權益總計	7,280	8,189	7,931	8,483	8,859
普通股股本	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
保留盈餘	2,664	3,495	3,316	3,789	4,165
母公司業主權益	7,280	8,189	7,931	8,482	8,858
負債及權益總計	12,346	13,460	12,763	13,572	13,997

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	8,814	9,235	7,122	7,939	9,194
營業成本	6,380	6,731	5,574	6,169	7,091
營業毛利淨額	2,434	2,505	1,548	1,769	2,103
營業費用	881	875	826	813	883
營業利益	1,552	1,630	722	956	1,220
EBITDA	2,201	2,495	1,370	1,673	1,948
業外收入及支出	11	186	-77	43	43
稅前純益	1,570	1,829	709	999	1,263
所得稅	367	424	194	241	310
稅後純益	1,203	1,405	516	758	952
稅後 EPS(元)	10.44	12.20	4.48	6.58	8.27
完全稀釋 EPS**	10.44	12.20	4.48	6.58	8.27

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 11.52【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 11.52 億元計算

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,575	1,530	1,509	1,545	1,765
稅前純益	1,570	1,829	709	999	1,263
折舊及攤銷	613	651	677	674	685
營運資金變動	-314	-712	738	-158	-289
其他營運現金	-294	-239	-615	30	106
投資活動現金	-229	-806	-593	-1,088	-741
資本支出淨額	-933	-814	-642	-850	-850
長期投資變動	707	0	-1	0	0
其他投資現金	-4	8	50	-238	109
籌資活動現金	-1,363	-309	-793	-280	-887
長借/公司債變動	-40	0	0	20	-76
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-461	-576	-691	-288	-576
其他籌資現金	-863	267	-102	-13	-234
淨現金流量	-24	429	97	176	138
期初現金	2,346	2,322	2,751	2,438	2,614
期末現金	2,322	2,751	2,848	2,614	2,752

資料來源：CMoney、群益

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	23.10%	4.78%	-22.88%	11.47%	15.81%
營業毛利淨額	25.86%	2.92%	-38.20%	14.31%	18.88%
營業利益	31.95%	5.00%	-55.73%	32.53%	27.58%
稅後純益	79.02%	16.83%	-63.32%	46.97%	25.70%
獲利能力分析(%)					
毛利率	27.61%	27.12%	21.73%	22.29%	22.88%
EBITDA(%)	24.97%	27.02%	19.23%	21.08%	21.19%
營益率	17.61%	17.65%	10.13%	12.04%	13.27%
稅後純益率	13.65%	15.22%	7.24%	9.54%	10.36%
總資產報酬率	9.74%	10.44%	4.04%	5.58%	6.80%
股東權益報酬率	16.52%	17.16%	6.50%	8.93%	10.75%
償債能力檢視					
負債比率(%)	41.04%	39.16%	37.86%	37.50%	36.71%
負債/淨值比(%)	69.59%	64.37%	60.93%	60.00%	58.00%
流動比率(%)	155.96%	170.26%	167.72%	175.00%	180.00%
其他比率分析					
存貨天數	92.39	104.26	124.49	103.09	85.00
應收帳款天數	100.98	104.15	129.33	110.43	110.00

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	2,230	1,861	1,840	1,803	1,617	1,636	1,758	2,179	2,365	2,189	2,144	2,366
營業成本	1,617	1,447	1,461	1,388	1,278	1,286	1,375	1,688	1,820	1,697	1,652	1,822
營業毛利淨額	613	414	378	416	340	351	382	491	545	492	493	544
營業費用	205	179	220	265	162	190	199	209	216	211	214	224
營業利益	408	235	158	151	178	161	184	282	329	281	279	320
業外收入及支出	-43	2	16	87	-118	5	5	9	25	5	5	9
稅前純益	364	237	174	238	60	166	188	291	354	286	283	329
所得稅	66	78	42	63	11	50	43	67	81	86	65	76
稅後純益	298	159	132	175	49	116	145	224	272	200	218	253
最新股本	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
稅後EPS(元)	2.59	1.38	1.15	1.52	0.43	1.01	1.26	1.95	2.36	1.74	1.89	2.20
獲利能力(%)												
毛利率(%)	27.48%	22.25%	20.56%	23.06%	21.01%	21.44%	21.75%	22.53%	23.05%	22.49%	22.98%	23.00%
營業利益率(%)	18.27%	12.61%	8.59%	8.36%	11.00%	9.84%	10.45%	12.95%	13.92%	12.84%	12.99%	13.53%
稅後純益率(%)	13.38%	8.54%	7.19%	9.71%	3.04%	7.09%	8.25%	10.29%	11.51%	9.14%	10.17%	10.71%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-6.19%	-16.52%	-1.18%	-1.96%	-10.32%	1.18%	7.42%	24.00%	8.52%	-7.46%	-2.03%	10.32%
營業利益	-7.41%	-42.39%	-32.67%	-4.62%	18.02%	-9.47%	14.06%	53.60%	16.64%	-14.62%	-0.87%	14.86%
稅前純益	-33.87%	-34.94%	-26.46%	36.49%	-74.84%	176.91%	13.66%	54.54%	21.45%	-19.20%	-0.85%	16.13%
稅後純益	-29.50%	-46.73%	-16.79%	32.39%	-71.91%	135.95%	25.03%	54.55%	21.45%	-26.55%	9.06%	16.13%
YoY(%)												
營業收入淨額	1.71%	-20.38%	-19.68%	-24.13%	-27.47%	-12.09%	-4.45%	20.85%	46.24%	33.76%	22.00%	8.54%
營業利益	17.07%	-34.84%	-62.54%	-65.74%	-56.34%	-31.38%	16.24%	87.19%	85.01%	74.48%	51.64%	13.39%
稅前純益	-1.16%	-46.40%	-63.00%	-56.82%	-83.57%	-30.07%	8.07%	22.37%	490.74%	72.36%	50.35%	12.98%
稅後純益	8.13%	-51.09%	-63.12%	-58.63%	-83.52%	-27.00%	9.69%	28.05%	453.70%	72.36%	50.35%	12.98%

註1：稅後EPS以股本11.52億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。