



智原

(3035.TW/3035 TT)

展望喜憂參半

重要訊息

智原展望 2Q24 營收季增低個位數百分比，主因 IP 營收穩健季增與 NRE 業務強勁擴張，抵消量產營收微幅下滑之影響。公司預期 IP 營收將季增個位數百分比，而 NRE 營收將季增雙位數百分比，並預估量產營收將季減個位數百分比。此外，公司亦預計 2Q24 毛利率將維持季對季持平，而營業費用則將季增個位數百分比。

評論及分析

量產需求仍疲軟。管理層展望 2Q24 量產營收將季減個位數百分比，並年減逾 20%，主因太陽能、POS、網通交換器與工廠自動化等應用持續進行庫存調整。儘管公司庫存金額已降至低於 10 億元之水位，我們認為部分量產訂單已轉移至客戶庫存，且尚需一段時間進行去化，我們認為庫存去化時程恐將延續至年底。此外，受客戶修改規格影響，嵌入式多媒體卡(eMMC)專案量產時程將遞延至 1H25。然而，管理層預期智慧電錶需求將逐步上揚，而 MCU 需求在歷經將近兩年的庫存修正後，預計將自低基期年增 20-30%。此外，一項先進封裝專案將於今年開始貢獻量產營收。我們預期 2Q24 營收將季增 3.6%，年減 8.4%，對比市場共識為季增 20.3%，年增 6.4%。

公司維持 2024 年 IP 營收年增展望；先進製程/封裝專案增加推升 NRE 營收。管理層維持 2024 年 IP 營收年增之展望，係受惠公司併購 Aragio Solutions (美；未上市)，預計將貢獻今年 IP 營收 1-2 億元。未來數季 NRE 營收將續強，係因公司取得更多先進製程/封裝專案，包含 28nm 及以下製程之專案，及先進封裝相關專案。管理層預估 28nm 及以下製程技術將貢獻 2Q24 NRE 營收逾 80%。此外，公司已見到新業務帶來更高的營收貢獻，並將 2024 年新業務營收佔比自低個位數百分比上調至高個位數百分比。管理層亦見到先進製程/封裝專案之 RFQ 增加，目標今年將獲取 4-7 項新專案。

投資建議

考量：(1) 1Q24 財報結果；(2) 2Q24 展望；及(3)量產業務展望不如預期，惟 NRE 業務展望較預期強勁，我們將智原 2024 年每股盈餘預估調整至 6.52 元，年增 2.0%，對比市場共識為 7.96 元。我們也對應更新 2025 年每股盈餘預估至 11.03 元，年增 69.2%，對比市場共識為 12.93 元。我們將目標價調整至 290 元，係基於 2024-25 年每股盈餘預估平均之 33 倍。智原目前股價交易於 2024 年每股盈餘預估之 45 倍與 2025 年每股盈餘預估之 27 倍，對比五年本益比區間為 9-62 倍。我們認為此評價大致反映預期之成長，當前評價實屬合理。維持「持有」評等。

投資風險

競爭加劇；需求下滑；全球經濟衰退。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	8,085	13,065	11,966	12,084	15,510
營業毛利 (NT\$百萬)	4,090	6,375	5,307	5,694	7,482
營業利益 (NT\$百萬)	1,402	2,921	1,956	1,881	3,376
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,156	2,455	1,589	1,680	2,875
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	6.52	11.03
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	4.50	4.59	7.76
每股盈餘成長率 (%)	330.6	112.3	(35.2)	2.0	69.2
本益比 (x)	63.4	29.9	46.1	45.2	26.7
股價淨值比 (x)	9.4	8.5	7.7	7.3	6.2
EV/EBITDA (x)	23.8	16.2	20.2	21.2	13.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.1	1.7	1.5	1.6	2.6
股東權益報酬率 (%)	16.4	29.9	17.5	17.1	26.3

資料來源：公司資料，凱基預估

持有·維持

收盤價 April 23 (NT\$)	295.0
12 個月目標價 (NT\$)	290.0
前次目標價 (NT\$)	345.0
調降 (%)	15.9
下跌空間 (%)	1.7

焦點內容

- 儘管公司庫存金額已降至低於 10 億元之水位，我們認為部分量產訂單已轉移至客戶庫存，且尚需一段時間進行去化，我們認為庫存去化時程恐將延續至年底。
- 公司已見到新業務帶來更高的營收貢獻，並將 2024 年新業務營收佔比自低個位數百分比上調至高個位數百分比。

交易資料表

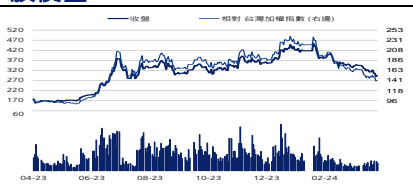
市值：(NT\$bn/US\$mn)	76.86 / 2,355
流通在外股數 (百萬股)：	260.5
外資持有股數 (百萬股)：	69.22
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.34
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	158.5 -455.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-32.5	-12.9	59.9
相對表現 (%)	-42.1	-33.5	34.3

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	1.29A
2024	1.13F	1.33F	1.67F	2.37F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

劉宇程

886.2.2181.8727

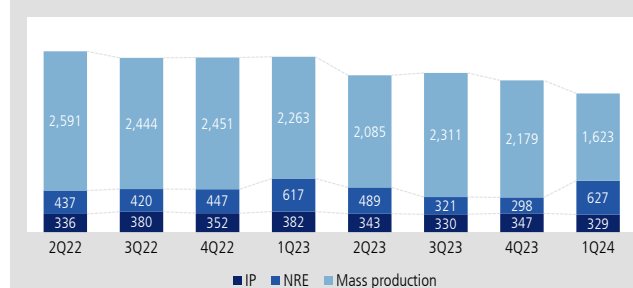
lucas.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

1Q24 每股盈餘略低於預期。1Q24 毛利率為 46.5%，季增 0.6 個百分點，年增 1.8 個百分點，優於我們預估與市場共識之 46.0%及 46.0%。儘管量產業務之營收貢獻自 4Q23 的 77%顯著下滑至 1Q24 的 63%，存貨跌價及呆滯損失回沖利益較低使毛利率僅微幅季增。考量營業費用 8.83 億元高於預期，每股盈餘達 1.13 元，季減 12.4%，年減 44.2%，略低於我們預估 5.8%，且低於市場共識 8.9%。

圖 1：智原營收(按解決方案)

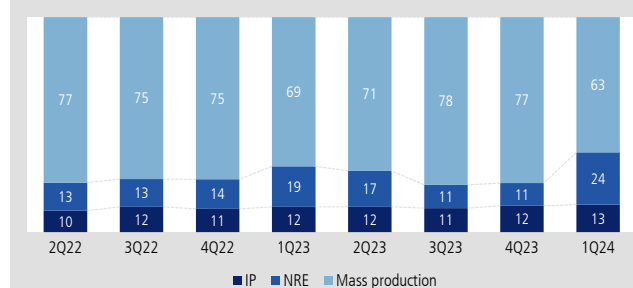
各解決方案營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：智原營收結構(按解決方案)

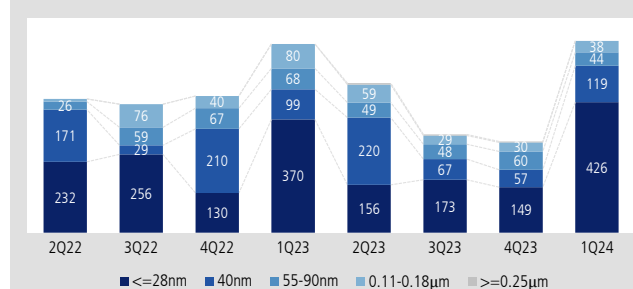
各解決方案營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：智原 NRE 營收(按製程)

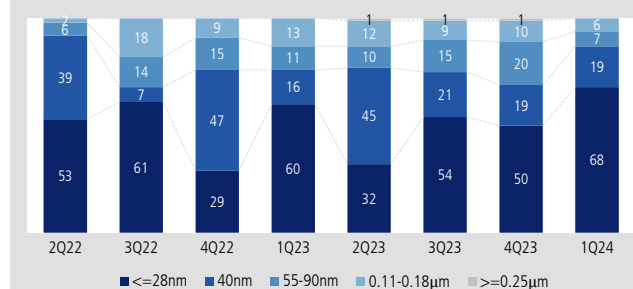
各製程 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：智原 NRE 營收結構(按製程)

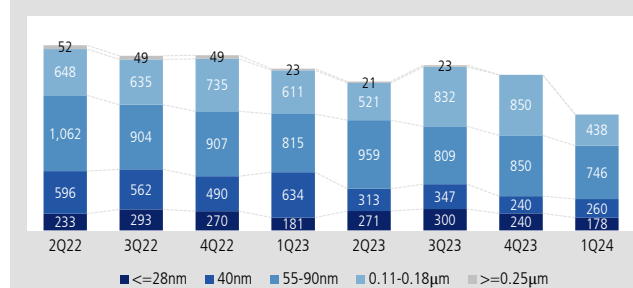
各製程 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：智原量產營收(按製程)

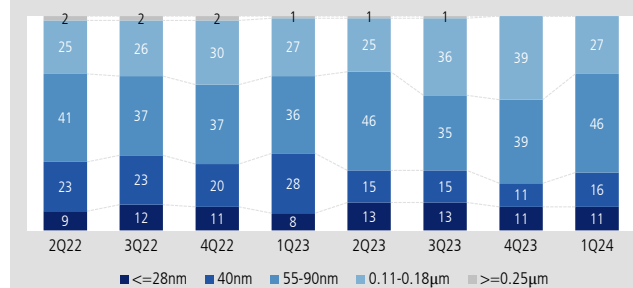
各製程量產營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：智原量產營收結構(按製程)

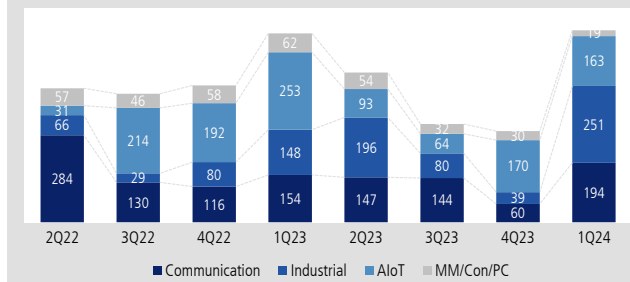
各製程量產營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：智原 NRE 營收(按應用)

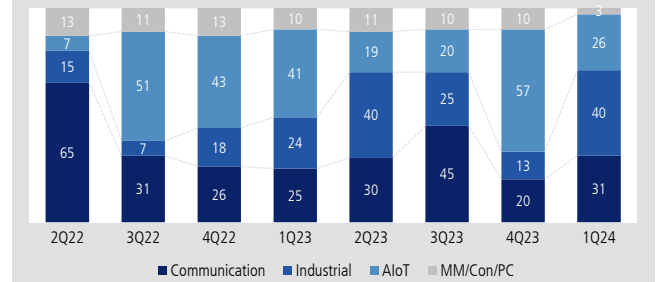
各應用 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：智原 NRE 營收結構(按應用)

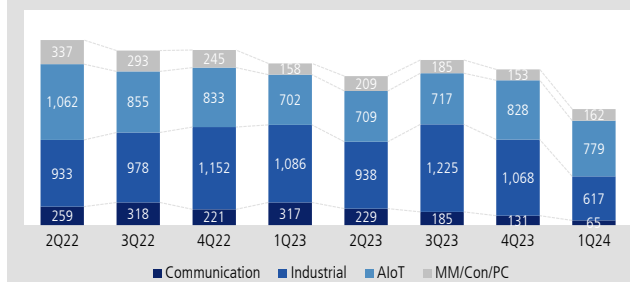
各應用 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：智原量產營收(按應用)

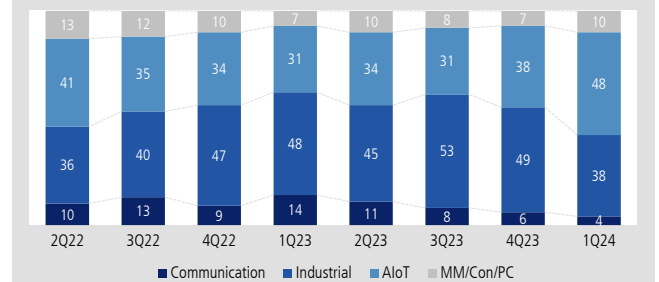
各應用量產營收，百萬元



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 11：1Q24 財報暨凱基與市場共識比較

百萬元	實際值	凱基預估	差異(%)	1Q24				市場共識	差異(%)
				4Q23	QoQ (%)	1Q23	YoY (%)		
營收	2,579	2,586	(0.3)	2,824	(8.7)	3,262	(21.0)	2,629	(1.9)
毛利	1,200	1,190	0.9	1,297	(7.5)	1,458	(17.7)	1,209	(0.7)
營業利益	317	342	(7.2)	457	(30.6)	650	(51.2)	383	(17.2)
稅後淨利	280	297	(5.8)	320	(12.4)	502	(44.2)	313	(10.5)
每股盈餘(元)	1.13	1.20	(5.8)	1.29	(12.4)	2.02	(44.2)	1.24	(8.9)
毛利率(%)	46.5	46.0	0.5 ppts	45.9	0.6 ppts	44.7	1.8 ppts	46.0	0.6 ppts
營利率(%)	12.3	13.2	(0.9)ppts	16.2	(3.9)ppts	19.9	(7.6)ppts	14.6	(2.3)ppts
淨利率(%)	10.9	11.5	(0.6)ppts	11.3	(0.5)ppts	15.4	(4.5)ppts	11.9	(1.0)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 12：2Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q24F					市場共識	差異(%)
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)		
營收	2,671	3,133	(14.7)	3.6	(8.4)	3,103	(13.9)
毛利	1,245	1,449	(14.1)	3.7	(2.0)	1,442	(13.7)
營業利益	321	525	(38.9)	1.2	(23.7)	545	(41.2)
稅後淨利	346	491	(29.5)	23.5	(16.4)	455	(24.0)
每股盈餘(元)	1.33	1.88	(29.5)	17.9	(20.3)	1.78	(25.2)
毛利率(%)	46.6	46.3	0.4 ppts	0.1 ppts	3.0 ppts	46.5	0.1 ppts
營利率(%)	12.0	16.8	(4.7)ppts	(0.3)ppts	(2.4)ppts	17.6	(5.6)ppts
淨利率(%)	13.0	15.7	(2.7)ppts	2.1 ppts	(1.2)ppts	14.7	(1.7)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 13：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	12,084	13,544	(10.8)	1.0	13,371	(9.6)	15,510	17,230	(10.0)	28.4	17,516	(11.5)
毛利	5,694	6,298	(9.6)	7.3	6,197	(8.1)	7,482	8,210	(8.9)	31.4	8,237	(9.2)
營業利益	1,881	2,453	(23.3)	(3.8)	2,411	(22.0)	3,376	4,036	(16.4)	79.5	4,086	(17.4)
稅後淨利	1,680	2,098	(19.9)	5.7	2,007	(16.3)	2,875	3,355	(14.3)	71.1	3,286	(12.5)
每股盈餘(元)	6.52	8.15	(19.9)	2.0	7.96	(18.0)	11.03	12.88	(14.3)	69.2	12.93	(14.7)
毛利率(%)	47.1	46.5	0.6 ppts	2.8 ppts	46.3	0.8 ppts	48.2	47.6	0.6 ppts	1.1 ppts	47.0	1.2 ppts
營利率(%)	15.6	18.1	(2.5)ppts	(0.8)ppts	18.0	(2.5)ppts	21.8	23.4	(1.7)ppts	6.2 ppts	23.3	(1.6)ppts
淨利率(%)	13.9	15.5	(1.6)ppts	0.6 ppts	15.0	(1.1)ppts	18.5	19.5	(0.9)ppts	4.6 ppts	18.8	(0.2)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

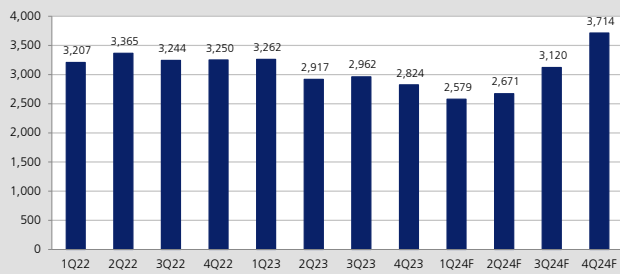
圖 14：公司概況

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\$48.70, 未評等) 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

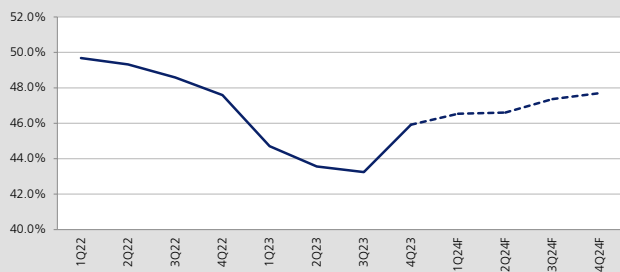
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 18：毛利率

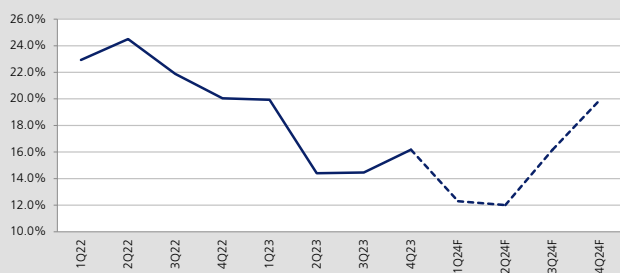
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 20：營業利潤率

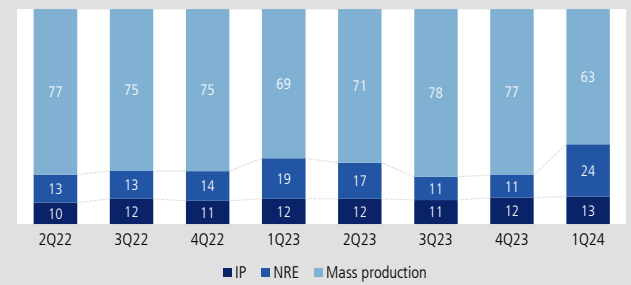
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 15：營收佔比(按解決方案)

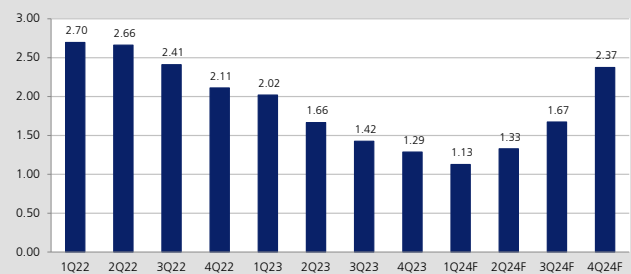
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 17：每股盈利

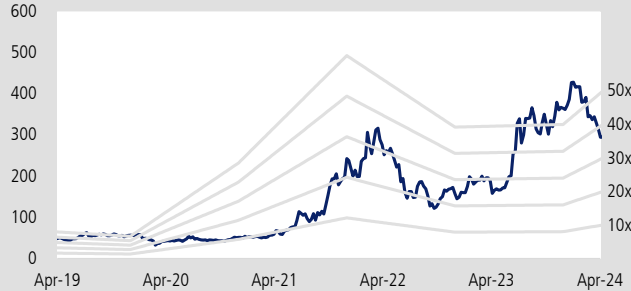
每股盈利，元



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-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,262	2,917	2,962	2,824	2,579	2,671	3,120	3,714	11,966	12,084	15,510
營業成本	(1,804)	(1,646)	(1,681)	(1,527)	(1,379)	(1,426)	(1,642)	(1,942)	(6,658)	(6,390)	(8,028)
營業毛利	1,458	1,271	1,281	1,297	1,200	1,245	1,478	1,771	5,307	5,694	7,482
營業費用	(808)	(851)	(853)	(840)	(883)	(924)	(974)	(1,032)	(3,351)	(3,813)	(4,106)
營業利益	650	420	428	457	317	321	504	739	1,956	1,881	3,376
折舊	(30)	(30)	(31)	(32)	(32)	(32)	(32)	(32)	(123)	(128)	(136)
攤提	(83)	(85)	(105)	(106)	(105)	(105)	(105)	(105)	(379)	(422)	(422)
EBITDA	763	535	564	595	454	458	642	876	2,457	2,431	3,935
利息收入	11	20	15	19	23	28	28	25	65	104	116
投資利益淨額	-	72	-	-	-	70	-	-	72	70	70
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	43	118	48	45	170	254	266
利息費用	(3)	(3)	(4)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	(13)	(9)	(9)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(22)	(5)	12	(27)	(3)	(5)	(5)	(5)	(42)	(18)	(20)
總營業外費用	(24)	(8)	7	(30)	(5)	(7)	(7)	(7)	(55)	(27)	(29)
稅前純益	640	515	452	463	355	432	545	776	2,070	2,108	3,613
所得稅費用[利益]	(162)	(128)	(111)	(108)	(77)	(91)	(114)	(163)	(509)	(445)	(759)
少數股東損益	24	26	13	(35)	2	5	5	5	28	17	20
非常項目前稅後純益	502	414	354	320	280	346	436	618	1,589	1,680	2,875
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	502	414	354	320	280	346	436	618	1,589	1,680	2,875
每股盈餘 (NT\$)	2.02	1.66	1.42	1.29	1.13	1.33	1.67	2.37	6.39	6.52	11.03
獲利率 (%)											
營業毛利率	44.7	43.6	43.2	45.9	46.5	46.6	47.4	47.7	44.4	47.1	48.2
營業利益率	19.9	14.4	14.5	16.2	12.3	12.0	16.2	19.9	16.3	15.6	21.8
EBITDA Margin	23.4	18.3	19.1	21.1	17.6	17.2	20.6	23.6	20.5	20.1	25.4
稅前純益率	19.6	17.7	15.3	16.4	13.8	16.2	17.5	20.9	17.3	17.4	23.3
稅後純益率	15.4	14.2	11.9	11.3	10.9	13.0	14.0	16.6	13.3	13.9	18.5
季成長率 (%)											
營業收入	0.4	(10.6)	1.6	(4.7)	(8.7)	3.6	16.8	19.0			
營業毛利	(5.7)	(12.9)	0.8	1.2	(7.5)	3.7	18.7	19.8			
營業收益增長	(0.2)	(35.4)	2.0	6.7	(30.6)	1.2	57.3	46.5			
EBITDA	(1.0)	(29.9)	5.4	5.4	(23.6)	0.8	40.1	36.5			
稅前純益	4.4	(19.5)	(12.2)	2.4	(23.3)	21.6	26.3	42.4			
稅後純益	(4.3)	(17.5)	(14.5)	(9.6)	(12.4)	23.5	25.9	41.9			
年成長率 (%)											
營業收入	1.7	(13.3)	(8.7)	(13.1)	(21.0)	(8.4)	5.3	31.5	(8.4)	1.0	28.4
營業毛利	(8.5)	(23.4)	(18.7)	(16.2)	(17.7)	(2.0)	15.4	36.6	(16.8)	7.3	31.4
營業收益	(11.6)	(49.0)	(39.6)	(29.9)	(51.2)	(23.7)	17.7	61.7	(33.1)	(3.8)	79.5
EBITDA	(8.8)	(42.3)	(34.4)	(22.8)	(40.4)	(14.4)	13.7	47.3	(27.6)	(1.1)	61.9
稅前純益	(24.4)	(38.6)	(40.4)	(24.4)	(44.5)	(16.2)	20.5	67.6	(32.3)	1.8	71.4
稅後純益	(25.1)	(37.4)	(40.9)	(39.0)	(44.2)	(16.4)	23.1	93.3	(35.2)	5.7	71.1

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-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	12,037	13,513	13,418	14,392	16,201
流動資產	7,392	9,754	8,873	9,928	11,811
現金及短期投資	4,789	4,895	5,744	6,526	8,169
存貨	1,321	3,017	1,187	1,321	1,426
應收帳款及票據	939	1,354	1,559	1,698	1,834
其他流動資產	344	489	382	382	382
非流動資產	4,644	3,759	4,545	4,465	4,391
長期投資	3,105	2,023	2,693	2,693	2,693
固定資產	518	514	553	473	399
什項資產	1,022	1,221	1,299	1,299	1,299
負債總額	3,881	4,544	3,564	3,994	4,130
流動負債	3,506	4,156	3,236	3,666	3,802
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,429	1,565
短期借款	323	425	269	269	269
什項負債	1,810	2,601	1,968	1,968	1,968
長期負債	376	388	328	328	328
長期借款	161	149	93	93	93
其他負債及準備	14	22	35	128	128
股東權益總額	8,155	8,969	9,855	10,399	12,071
普通股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
保留盈餘	1,727	3,262	3,361	3,922	5,615
少數股東權益	315	369	321	304	284
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	47.1%	61.6%	(8.4%)	1.0%	28.4%
營業收益增長	840.3%	108.4%	(33.1%)	(3.8%)	79.5%
EBITDA	210.0%	87.8%	(27.6%)	(1.1%)	61.9%
稅後純益	330.6%	112.3%	(35.2%)	5.7%	71.1%
每股盈餘成長率	330.6%	112.3%	(35.2%)	2.0%	69.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	50.6%	48.8%	44.4%	47.1%	48.2%
營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	15.6%	21.8%
EBITDA Margin	22.4%	26.0%	20.5%	20.1%	25.4%
稅後純益率	14.3%	18.8%	13.3%	13.9%	18.5%
平均資產報酬率	11.4%	19.2%	11.8%	12.1%	18.8%
股東權益報酬率	16.4%	29.9%	17.5%	17.1%	26.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	5.9%	6.4%	3.7%	3.5%	3.0%
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	225.7	386.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	427.4	188.4	226.0	252.6	352.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	2.8	10.6	8.5	11.9
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.7	2.7	3.1
速動比率 (x)	1.7	1.6	2.4	2.3	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	(4,278)	(4,299)	(5,353)	(6,135)	(7,777)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	6.52	11.03
每股現金盈餘 (NT\$)	10.08	4.83	12.10	9.20	12.70
每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	38.36	40.61	47.42
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	38.36	39.19	45.24
每股營收 (NT\$)	32.53	52.57	48.14	46.92	59.53
EBITDA/Share (NT\$)	7.27	13.66	9.89	9.44	15.10
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	4.50	4.59	7.76
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.80	1.02	0.89	0.87	1.01
應收帳款周轉天數	42.4	37.8	47.6	51.4	43.2
存貨周轉天數	120.7	164.6	65.1	75.7	64.8
應付帳款周轉天數	125.3	61.6	54.8	81.8	71.2
現金轉換周轉天數	37.7	140.8	57.9	45.2	36.8

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	8,085	13,065	11,966	12,084	15,510
營業成本	(3,995)	(6,690)	(6,658)	(6,390)	(8,028)
營業毛利	4,090	6,375	5,307	5,694	7,482
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,351)	(3,813)	(4,106)
營業利益	1,402	2,921	1,956	1,881	3,376
總營業外收入	117	148	170	254	266
利息收入	13	33	65	104	116
投資利益淨額	70	90	72	70	70
其他營業外收入	35	25	32	80	80
總營業外費用	(17)	(12)	(55)	(27)	(29)
利息費用	(6)	(6)	(13)	(9)	(9)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	(6)	(42)	(18)	(20)
稅前純益	1,502	3,057	2,070	2,108	3,613
所得稅費用[利益]	(212)	(547)	(509)	(445)	(759)
少數股東損益	(134)	(56)	28	17	20
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	1,156	2,455	1,589	1,680	2,875
EBITDA	1,807	3,394	2,457	2,431	3,935
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	6.52	11.03

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,506	1,200	3,007	2,370	3,309
本期純益	1,156	2,455	1,589	1,680	2,875
折舊及攤提	405	473	502	550	558
本期運用資金變動	(259)	(2,368)	1,487	158	(104)
其他營業資產及負債變動	1,204	640	(571)	(17)	(20)
投資活動之現金流量	(588)	(377)	(704)	(470)	(484)
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)	(49)	(48)	(62)
其他資產變動	(399)	(411)	(604)	(422)	(422)
自由現金流	1,005	64	3,036	1,721	2,638
融資活動之現金流量	(200)	(782)	(1,421)	(1,118)	(1,182)
短期借款變動	-	127	(30)	-	-
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)	(1,182)
其他融資現金流	(39)	(89)	(148)	-	-
匯率影響數	(3)	69	(40)	-	-
本期產生現金流量	1,715	110	842	782	1,643

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	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%	31.6%	26.5%
= 營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	15.6%	21.8%
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	13.1	17.9	22.1
營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	15.6%	21.8%
x 資本周轉率	37.2	6.7	13.1	17.9	22.1
x (1 - 有效現金稅率)	85.9%	82.1%	75.4%	78.9%	79.0%
= 稅後 ROIC	554.3%	123.2%	161.9%	220.4%	379.4%

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
2024-02-20	持有	345.0	400.0
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。