

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	103 元
目標價	
3 個月	116 元
12 個月	116 元

智伸科(4551 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

04/22/2024	Trading Buy	96.10
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

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,152
市值(億元)	119
目前每股淨值(元)	69.42
外資持股比(%)	49.67
投信持股比(%)	0.44
董監持股比(%)	10.96
融資餘額(張)	1,620
現金股息配發率(%)	55.93

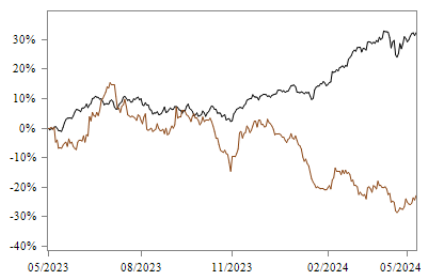
產品組合



- 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


後續營運動能回升，投資建議維持 Trading Buy。

投資建議維持 Trading Buy：1Q24 受到毛利率下降影響，本業獲利大幅萎縮，但因有匯兌利益挹注，整體獲利成長。1Q24 為近期營運谷底，預期 2Q24~3Q24 營收表現逐季走升，具備短期營運動能。但考量毛利率回升力道仍待觀察，投資建議維持 Trading Buy，目標價調整至 116 元(以 2024 年 EPS 及 PE 16 倍評價)。

1Q24 整體獲利成長，但主要是依靠匯兌利益帶動：1Q24 營收 16.36 億元，QoQ+1.18%、YoY-12.09%。獲利能力方面，雖營收規模持穩，但受到產品組合影響，特別是醫療產品營收大幅萎縮，1Q24 毛利率由 4Q23 的 21.01%下降至 16.96%，營業利益 QoQ-70.06%、YoY-77.31%。因業外有大筆匯兌利益挹注，稅後純益 1.72 億元，QoQ+250.62%、YoY+8.48%，EPS 1.50 元。

預估 2Q24 本業獲利能力回升：2Q24 方面，預估汽車、半導體產品出貨增長，電子產品、運動產品出貨相對較弱。醫療產品在庫存調整淡化後，出貨動能將逐步回升，預估營收占比有望回升至 5~10%。預估 2Q24 整體出貨動能向上，營收 18.30 億元，QoQ+11.85%、YoY-0.50%，毛利率回升至 20.47%，營業利益 QoQ+227.33%。因業外較無匯兌利益挹注，預估稅後純益 1.45 億元，QoQ-15.64%、YoY+9.98%，EPS 1.26 元。

預估 2024 年營運有望回升：電子產品、運動產品營收表現相對平穩，汽車、醫療、半導體產品出貨動能相對較佳，預估整體營收 81.16 億元，YoY+13.96%。獲利能力方面，預估毛利率由 2023 年的 21.73% 小幅下降至 20.91%，營業利益 8.44 億元，YoY+16.96%。因業外有匯兌利益挹注，預估稅後純益 8.33 億元，YoY+61.65%，EPS 7.23 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	7,122	8,116	9,268	1,861	1,840	1,803	1,617	1,636	1,830	2,224	2,425	2,178
營業毛利淨額	1,548	1,697	2,151	414	378	416	340	278	375	493	552	497
營業利益	722	844	1,262	235	158	151	178	53	174	283	334	285
稅後純益	516	833	1,014	159	132	175	49	172	145	232	283	210
稅後 EPS(元)	4.48	7.23	8.80	1.38	1.15	1.52	0.43	1.50	1.26	2.01	2.46	1.82
毛利率(%)	21.73%	20.91%	23.21%	22.25%	20.56%	23.06%	21.01%	16.96%	20.47%	22.17%	22.74%	22.80%
營業利益率(%)	10.13%	10.40%	13.61%	12.61%	8.59%	8.36%	11.00%	3.26%	9.53%	12.71%	13.76%	13.08%
稅後純益率(%)	7.24%	10.27%	10.94%	8.54%	7.19%	9.71%	3.04%	10.54%	7.95%	10.44%	11.68%	9.62%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-22.88%	13.96%	14.20%	-16.52%	-1.18%	-1.96%	-10.32%	1.18%	11.85%	21.51%	9.06%	-10.19%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-63.32%	61.65%	21.66%	-46.73%	-16.79%	32.39%	-71.91%	250.62%	-15.64%	59.56%	22.07%	-26.02%

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：

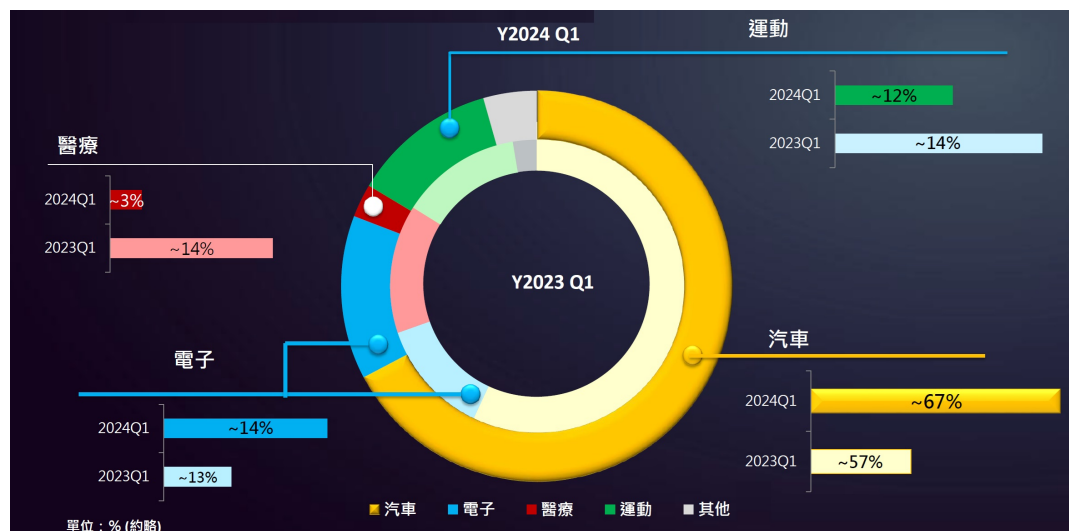
(1)溫室氣體排放管理政策：1.溫室氣體減量已利用製程冷卻水概念，採用冰水機所產製冰水對製程設備施以降溫冷卻，改善製程設備安裝冷卻機，達到節能降低溫室氣體減量排放之目的。2.空壓機廢熱回收方案已執行產製熱水供應宿舍生活盥洗需求，達成減少用電與降低溫室氣體減量排放之目的。公司計畫企業溫室氣體排放量每年減量 1%以上。(2)能源管理政策：購進再生能源，引進高能低耗先進主要及輔助設備。且通過不斷的節水技術改造，採用碳氫真空清洗工藝技術改造、節水型器具、回收利用、冷卻水迴圈利用等，具有良好的綜合經濟效益。(3)廢棄物管理政策：加強危險廢棄物、一般固體廢棄物等廢棄物的管理，引進廢乳化液、廢切削油、廢碳氫液過濾濃縮設備，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 1Q24 營收比重為 19.00%、43.56%、7.16%、30.28%。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 5 月 13 日

1Q24 整體獲利成長，但主要是依靠匯兌利益帶動，預估 2Q24 本業獲利能力回升：

1Q24 方面，營收 16.36 億元，QoQ+1.18%、YoY-12.09%。以產品組合來看，汽車產品占比約 67%，營收 YoY+4%。電子產品占比約 14%，營收 YoY-6%。運動產品占比約 12%，營收 YoY-22%。醫療產品占比約 3%，營收 YoY-83%。其他產品占比約 4%，營收 YoY+46%，主要是受惠於半導體產品帶動。獲利能力方面，雖營收規模持穩，但受到產品組合影響，特別是醫療產品營收大幅萎縮，1Q24 毛利率由 4Q23 的 21.01% 下降至 16.96%，營業利益 0.53 億元，QoQ-70.06%、YoY-77.31%。因業外有大筆匯兌利益挹注，稅後純益 1.72 億元，QoQ+250.62%、YoY+8.48%，EPS 1.50 元。

2Q24 方面，預估汽車、半導體產品出貨增長，電子產品、運動產品出貨相對較弱。醫療產品產品在庫存調整淡化後，出貨動能將逐步回升，預估營收占比有望回升至 5~10%。預估 2Q24 整體出貨動能向上，營收 18.30 億元，QoQ+11.85%、YoY-0.50%，毛利率回升至 20.47%，營業利益 QoQ+227.33%、YoY+10.33%。因業外較無匯兌利益挹注，預估稅後純益 1.45 億元，QoQ-15.64%、YoY+9.98%，EPS 1.26 元。

預估 2024 年營運有望回升：

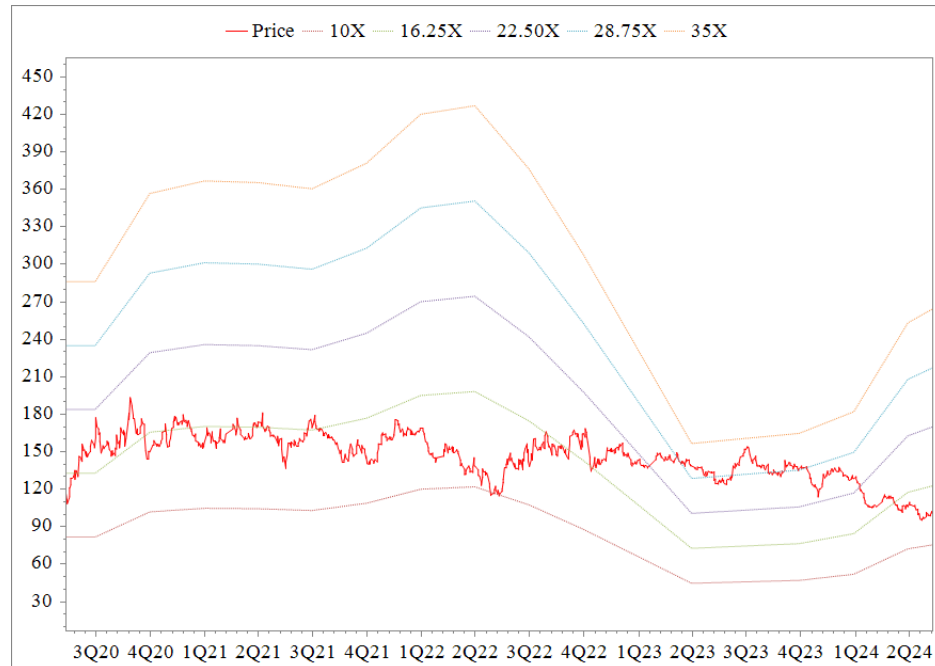
2024 年方面，電子產品、運動產品營收表現相對平穩，汽車、醫療、半導體產品出貨動能相對較佳，預估整體營收 81.16 億元，YoY+13.96%。獲利能力方面，預估毛利率由 2023 年的 21.73% 小幅下降至 20.91%，營業利益 8.44 億元，YoY+16.96%。因業外有匯兌利益挹注，預估稅後純益 8.33 億元，YoY+61.65%，EPS 7.23 元。

各產品線狀況如下：(1) 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。由於中國車市需求提升，且華為、小米電動車產品、增程式電動車相關開始出貨。中國以外市場的傳統燃油車、混合式動力車需求有上來。預估汽車營收 YoY+10~15%。(2) 預估電子、運動產品出貨持平至小幅增長。(3) 醫療產品面臨客戶庫存調整，且庫存調整時間延長至 1Q24，1Q24 出貨顯著萎縮。04/2024 出貨開始有回升跡象，後續出貨有望逐步拉升。4Q24 將有新客戶加入，既有客戶則在認證心臟相關關鍵零部件，量產時點落於 2025 年。預估 2024 年醫療產品營收 YoY+10~20%，2025 年有機會年增超過五成。(4) 台灣廠、中國廠皆在地化就近發展半導體業務，公司展望 2024 年半導體產品營收有望年增五成，2H24 表現優於 1H24。2025 年營收占比提升至雙位數。

投資建議：

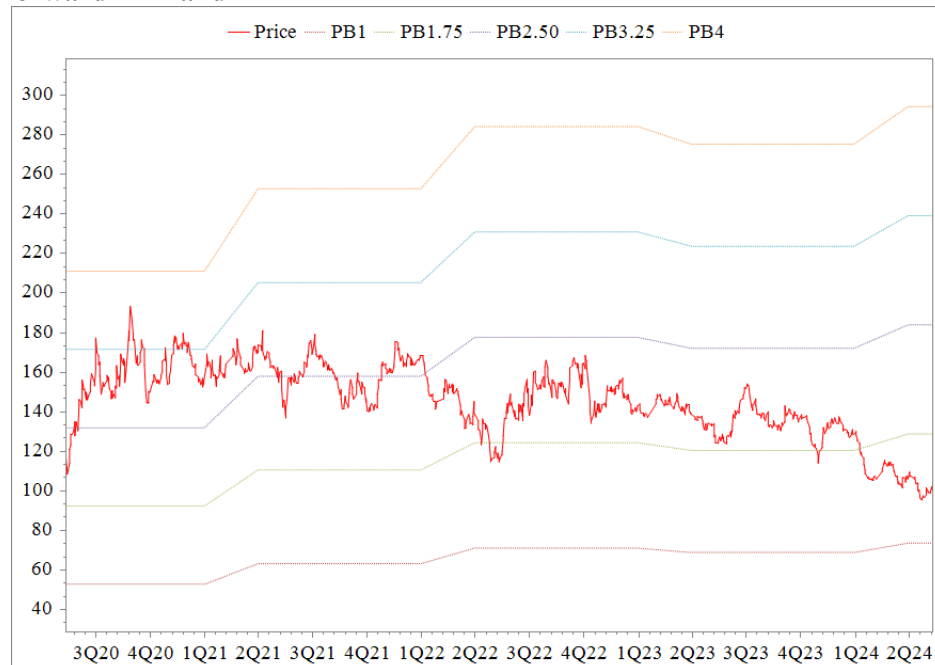
投資建議方面，1Q24 受到毛利率下降影響，本業獲利大幅萎縮，但因有匯兌利益挹注，整體獲利呈現增漲態勢。1Q24 為近期營運谷底，預期 2Q24~3Q24 營收表現逐季走升，具備短期營運動能。但考量毛利率回升力道仍待觀察，投資建議維持 Trading Buy，目標價調整至 116 元(以 2024 年 EPS 及 PE 16 倍評價)。

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

2024 年 5 月 13 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	12,346	13,460	12,763	13,477	13,994
流動資產	7,045	7,948	7,206	7,964	8,440
現金及約當現金	2,322	2,751	2,848	2,942	3,221
應收帳款與票據	2,349	2,922	2,125	2,767	2,871
存貨	1,927	1,918	1,884	1,879	1,904
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	4,670	4,898	4,940	5,025	5,110
負債總計	5,066	5,271	4,832	5,001	5,081
流動負債	4,517	4,668	4,297	4,305	4,442
應付帳款及票據	851	703	611	761	799
非流動負債	549	603	536	546	450
權益總計	7,280	8,189	7,931	8,476	8,914
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	3,861	4,299
母公司業主權益	7,280	8,189	7,931	8,475	8,913
負債及權益總計	12,346	13,460	12,763	13,477	13,994

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	8,814	9,235	7,122	8,116	9,268
營業成本	6,380	6,731	5,574	6,419	7,117
營業毛利淨額	2,434	2,505	1,548	1,697	2,151
營業費用	881	875	826	853	889
營業利益	1,552	1,630	722	844	1,262
EBITDA	2,201	2,495	1,370	1,754	2,024
業外收入及支出	11	186	-77	241	82
稅前純益	1,570	1,829	709	1,085	1,344
所得稅	367	424	194	252	330
稅後純益	1,203	1,405	516	833	1,014
稅後 EPS(元)	10.44	12.20	4.48	7.23	8.80
完全稀釋 EPS**	10.44	12.20	4.48	7.23	8.80

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

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%	13.96%	14.20%
營業毛利淨額	25.86%	2.92%	-38.20%	9.61%	26.77%
營業利益	31.95%	5.00%	-55.73%	16.96%	49.50%
稅後純益	79.02%	16.83%	-63.32%	61.65%	21.66%
獲利能力分析(%)					
毛利率	27.61%	27.12%	21.73%	20.91%	23.21%
EBITDA(%)	24.97%	27.02%	19.23%	21.61%	21.83%
營益率	17.61%	17.65%	10.13%	10.40%	13.61%
稅後純益率	13.65%	15.22%	7.24%	10.27%	10.94%
總資產報酬率	9.74%	10.44%	4.04%	6.18%	7.24%
股東權益報酬率	16.52%	17.16%	6.50%	9.83%	11.37%

償債能力檢視

負債比率(%)	41.04%	39.16%	37.86%	37.11%	36.31%
負債/淨值比(%)	69.59%	64.37%	60.93%	59.00%	57.00%
流動比率(%)	155.96%	170.26%	167.72%	185.00%	190.00%

其他比率分析

存貨天數	92.39	104.26	124.49	107.00	97.00
應收帳款天數	100.98	104.15	129.33	110.00	111.00

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	1,099	1,964
稅前純益	1,570	1,829	709	1,085	1,344
折舊及攤銷	613	651	677	668	680
營運資金變動	-314	-712	738	-486	-91
其他營運現金	-294	-239	-615	-169	31
投資活動現金	-229	-806	-593	-721	-806
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	129	44
籌資活動現金	-1,363	-309	-793	-283	-878
長借/公司債變動	-40	0	0	9	-95
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	-5	-207
淨現金流量	-24	429	97	95	279
期初現金	2,346	2,322	2,751	2,848	2,942
期末現金	2,322	2,751	2,848	2,942	3,221

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 13 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	2,230	1,861	1,840	1,803	1,617	1,636	1,830	2,224	2,425	2,178	2,154	2,391
營業成本	1,617	1,447	1,461	1,388	1,278	1,359	1,456	1,731	1,874	1,682	1,651	1,833
營業毛利淨額	613	414	378	416	340	278	375	493	552	497	502	558
營業費用	205	179	220	265	162	224	200	210	218	212	215	226
營業利益	408	235	158	151	178	53	174	283	334	285	287	332
業外收入及支出	-43	2	16	87	-118	174	15	19	34	15	15	19
稅前純益	364	237	174	238	60	227	189	301	368	299	302	351
所得稅	66	78	42	63	11	55	43	69	85	90	69	81
稅後純益	298	159	132	175	49	172	145	232	283	210	232	270
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	1.50	1.26	2.01	2.46	1.82	2.02	2.35
獲利能力(%)												
毛利率(%)	27.48%	22.25%	20.56%	23.06%	21.01%	16.96%	20.47%	22.17%	22.74%	22.80%	23.33%	23.33%
營業利益率(%)	18.27%	12.61%	8.59%	8.36%	11.00%	3.26%	9.53%	12.71%	13.76%	13.08%	13.33%	13.89%
稅後純益率(%)	13.38%	8.54%	7.19%	9.71%	3.04%	10.54%	7.95%	10.44%	11.68%	9.62%	10.79%	11.30%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-6.19%	-16.52%	-1.18%	-1.96%	-10.32%	1.18%	11.85%	21.51%	9.06%	-10.19%	-1.11%	10.99%
營業利益	-7.41%	-42.39%	-32.67%	-4.62%	18.02%	-70.06%	227.33%	62.06%	18.06%	-14.60%	0.80%	15.64%
稅前純益	-33.87%	-34.94%	-26.46%	36.49%	-74.84%	279.14%	-16.77%	59.56%	22.07%	-18.62%	0.76%	16.32%
稅後純益	-29.50%	-46.73%	-16.79%	32.39%	-71.91%	250.62%	-15.64%	59.56%	22.07%	-26.02%	10.83%	16.32%
YoY(%)												
營業收入淨額	1.71%	-20.38%	-19.68%	-24.13%	-27.47%	-12.09%	-0.50%	23.31%	49.96%	33.11%	17.68%	7.50%
營業利益	17.07%	-34.84%	-62.54%	-65.74%	-56.34%	-77.31%	10.33%	87.45%	87.52%	434.84%	64.70%	17.53%
稅前純益	-1.16%	-46.40%	-63.00%	-56.82%	-83.57%	-4.26%	8.35%	26.67%	514.65%	31.93%	59.72%	16.43%
稅後純益	8.13%	-51.09%	-63.12%	-58.63%	-83.52%	8.48%	9.98%	32.55%	476.11%	21.56%	59.72%	16.43%

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。