

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	329.00 元
目標價	
3 個月	386.00 元
12 個月	386.00 元

智原 (3035 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

04/24/2024	Trading Buy	295.00
02/21/2024	Neutral	
01/12/2024	已到目標價	
10/25/2023	Buy	339.50
09/08/2023	Buy	369.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,606
市值(億元)	857
目前每股淨值(元)	52.21
外資持股比(%)	19.63
投信持股比(%)	4.16
董監持股比(%)	14.10
融資餘額(張)	17,676
現金股息配發率(%)	67.18

產品組合



- ASIC 及晶圓產品: 76.56%
- 委託設計: 13.16%
- 智財元件及技術權利金: 10.28%

股價相對大盤走勢



2025 年有望大幅成長，調升至 Buy，目標價 386 元。

投資建議：智原 2023~2026 年預計有 20~30% 的年複合式成長。2024 主要成長動能為 NRE，持續向先進製程邁進的效益會反映在 NRE，因此 2024 年 NRE 營收會創新高。IP 營收維持高檔，2H24 將優於 1H24。MP 待庫存去化結束後，MP 業務才會恢復到正常成長。預期 MP 2024 營收 YoY-20%。因投資先進製程資源，2024 年全年的費用預估將雙位數百分比年增，預估智原 2024 年稅後 EPS 6.17 元。智原跨入先進封裝，接到 AI 應用開案，再加上 ARM 新案加入，雖營業費用大幅增加，使 2024 年獲利低於原先預期，不過 2025 年在先進製程訂單逐步貢獻下，營收獲利將大幅成長，因此調升至 Buy，目標價 386 元(2025PER40X)。

預估 2Q24 稅後 EPS 1.09 元：預估智原 2Q24 營收 QoQ+1~+3%。其中 IP 業務將較 1Q24 微幅增加個位數百分比、NRE 續創單季新高紀錄，推估 NRE 營收將為 8 億左右，QoQ+27.5%。MP 業務則因太陽能及工具機等產業庫存調整，QoQ<-10%，毛利率雖因高毛利的 IP 與 NRE 比重增加，但 2Q24 的 MP 的毛利率較低，且無庫存跌價回沖，預估毛利率將和 1Q24 持平，營業費用則因公司要建置新的 ecosystem，在先進製程布局，因此要增加設備和人員，所以 2Q24 營業費用將較 1Q24 QoQ 增加個位數的成長%。預估智原 2Q24 稅後 EPS 1.09 元。

宣布加入 IFS：06/27/2024 智原宣布加入英特爾晶圓代工設計服務聯盟(Intel Foundry Accelerator Design Services Alliance)，未來有機會增加 AI、HPC 和智慧汽車等客戶下一代應用。智原利用 Intel 晶圓代工中領先的 RibbonFET 製程和多晶片 2.5D/3D-IC 封裝解決方案，擴大服務範圍，增加先進應用訂單。而 Intel 和智原合作加速矽概念產品化，拓展晶圓代工業務。02/05/2024 智原已宣布與 Arm 和 Intel 合作，基於 Intel 的 18A 製程開發 64 核 SoC。其平台(A800)預計 1H25 推出。智原也有推出 Neoverse Chiplet，並升級至 Neoverse N3，NRE 最快在 2025 年貢獻，但毛利率較差，因先進製程 IP 外購。整體而言，對智原長期發展是有利，可增加先進製程合作夥伴，並拓展新的晶圓代工廠。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	11,966	11,773	14,474	3,262	2,917	2,962	2,824	2,579	2,666	3,209	3,320	3,192
營業毛利淨額	5,307	5,634	6,923	1,458	1,271	1,281	1,297	1,200	1,241	1,569	1,624	1,516
營業利益	1,956	1,893	2,999	650	420	428	457	317	334	597	645	638
稅後純益	1,589	1,607	2,519	502	414	354	320	280	285	503	538	537
稅後 EPS(元)	6.10	6.17	9.66	1.93	1.59	1.36	1.23	1.08	1.09	1.93	2.06	2.06
毛利率(%)	44.35%	47.85%	47.83%	44.71%	43.56%	43.25%	45.92%	46.52%	46.55%	48.90%	48.92%	47.50%
營業利益率(%)	16.34%	16.08%	20.72%	19.93%	14.40%	14.46%	16.18%	12.28%	12.55%	18.60%	19.42%	20.00%
稅後純益率(%)	13.28%	13.65%	17.40%	15.39%	14.19%	11.95%	11.32%	10.87%	10.69%	15.69%	16.21%	16.83%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-8.42%	-1.61%	22.94%	0.38%	-10.58%	1.56%	-4.68%	-8.68%	3.37%	20.39%	3.45%	-3.85%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-35.25%	1.09%	56.75%	-4.30%	-17.55%	-14.47%	-9.65%	-12.36%	1.69%	76.62%	6.89%	-0.17%

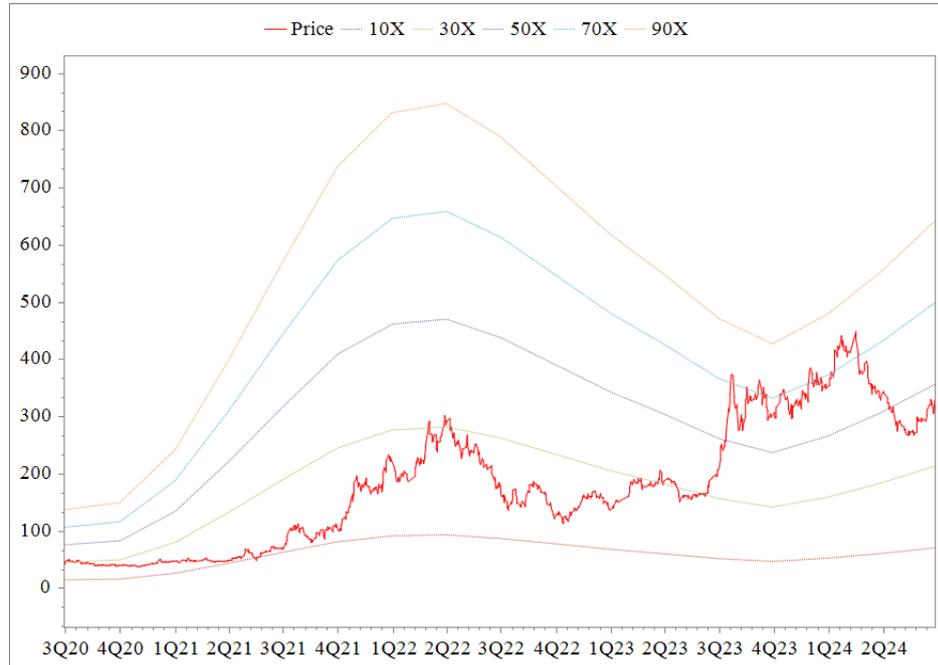
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 26.06 億元計算。

智原 ESG：

智原在履行企業社會責任上，關注利害關係人之權益，在追求永續經營與獲利的同時，重視環境、社會與治理面向之影響，持續提升永續之績效。智原永續委員會於 2019 年成立，企業永續委員會轄下設有五個工作小組：公司治理組、夥伴共榮組、環境永續組、職場友善組、及社會回饋組等，以推動企業社會責任相關工作與管理。

智原的企業永續政策以經濟、環境及社會三個面向進行發展，智原透過統合的資源規劃，與客戶、供應商及社會群體建立長期夥伴關係、善盡企業公民責任及維持安全衛生環保水準。並參酌聯合國全球盟約、多國企業指導綱領(OECD)、責任商業聯盟行為準則(Responsible Business Alliance, RBA)建立公司治理準則，承諾積極推動責任商業聯盟行為準則(Responsible Business Alliance, RBA)之規範，確保顧及人權、勞工照顧、工作環境安全、反貪腐、環境保護等各面向。同時在與供應商的合作中，也要求供應商落實執行相關準則。

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6月28日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	12,037	13,513	13,418	16,922	19,226
流動資產	7,392	9,754	8,873	10,627	9,968
現金及約當現金	4,763	4,873	5,715	6,456	5,884
應收帳款與票據	939	1,354	1,559	1,935	2,769
存貨	1,321	3,017	1,187	1,066	1,094
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	518	514	553	536	522
負債總計	3,881	4,544	3,564	5,236	5,863
流動負債	3,506	4,156	3,236	4,429	3,442
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,382	763
非流動負債	376	388	328	423	2,658
權益總計	8,155	8,969	9,855	11,686	13,362
普通股股本	2,486	2,486	2,486	2,606	2,486
保留盈餘	3,279	4,930	5,276	7,107	8,903
母公司業主權益	7,840	8,599	9,533	11,244	13,041
負債及權益總計	12,037	13,513	13,418	16,922	19,226

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,506	1,200	3,007	3,658	3,983
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,973	3,071
折舊及攤銷	405	473	502	520	467
營運資金變動	-340	-2,354	1,493	-826	-1,481
其他營運現金	939	23	-1,058	893	581
投資活動現金	-588	-377	-704	339	-3,025
資本支出淨額	-40	-86	-49	-38	-35
長期投資變動	-149	120	-50	-106	-12
其他投資現金	-399	-411	-604	484	-2,977
籌資活動現金	-200	-782	-1,421	-2,261	-1,530
長借/公司債變動	0	0	0	-431	2,234
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-249	-820	-1,243	-1,172	-1,824
其他籌資現金	49	38	-179	-657	-1,940
淨現金流量	1,715	110	842	1,736	-571
期初現金	3,048	4,763	4,873	4,720	6,456
期末現金	4,763	4,873	5,715	6,456	5,884

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	8,085	13,065	11,966	11,773	14,474
營業成本	3,995	6,690	6,658	6,139	7,551
營業毛利淨額	4,090	6,375	5,307	5,634	6,923
營業費用	2,688	3,454	3,351	3,741	3,924
營業利益	1,402	2,921	1,956	1,893	2,999
EBITDA	1,900	3,503	2,520	2,472	3,571
業外收入及支出	100	103	49	80	72
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,973	3,071
所得稅	212	547	509	368	553
稅後純益	1,156	2,455	1,589	1,607	2,519
稅後 EPS(元)	4.44	9.42	6.10	6.17	9.66
完全稀釋 EPS**	4.44	9.42	6.10	6.17	9.67

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 26.06【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 26.06 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	47.13%	61.59%	-8.42%	-1.61%	22.94%
營業毛利淨額	57.33%	55.88%	-16.76%	6.15%	22.89%
營業利益	840.27%	108.37%	-33.05%	-3.23%	58.46%
稅後純益	330.60%	112.35%	-35.25%	1.09%	56.75%
獲利能力分析(%)					
毛利率	50.59%	48.80%	44.35%	47.85%	47.83%
EBITDA(%)	23.51%	26.81%	21.06%	20.99%	24.67%
營益率	17.34%	22.36%	16.34%	16.08%	20.72%
稅後純益率	14.30%	18.79%	13.28%	13.65%	17.40%
總資產報酬率	9.60%	18.16%	11.85%	9.50%	13.10%
股東權益報酬率	14.17%	27.37%	16.13%	13.75%	18.85%
償債能力檢視					
負債比率(%)	32.25%	33.63%	26.56%	30.94%	30.50%
負債/淨值比(%)	47.59%	50.67%	36.16%	44.81%	43.88%
流動比率(%)	210.86%	234.71%	274.22%	239.93%	289.62%
其他比率分析					
存貨天數	83.20	118.33	115.23	66.99	52.22
應收帳款天數	36.79	32.02	44.43	54.17	59.31

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	3,250	3,262	2,917	2,962	2,824	2,579	2,666	3,209	3,320	3,192	3,380	3,762
營業成本	1,703	1,804	1,646	1,681	1,527	1,379	1,425	1,640	1,696	1,676	1,747	1,985
營業毛利淨額	1,547	1,458	1,271	1,281	1,297	1,200	1,241	1,569	1,624	1,516	1,632	1,778
營業費用	895	808	851	853	840	883	906	972	979	878	912	1,016
營業利益	651	650	420	428	457	317	334	597	645	638	720	762
業外收入及支出	-39	-10	95	24	6	39	13	17	12	17	20	24
稅前純益	613	640	515	452	463	355	348	614	656	655	740	786
所得稅	116	162	128	111	108	77	63	110	118	118	133	141
稅後純益	524	502	414	354	320	280	285	503	538	537	607	644
最新股本	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606	2,606
稅後EPS(元)	2.01	1.93	1.59	1.36	1.23	1.08	1.09	1.93	2.06	2.06	2.33	2.47
獲利能力(%)												
毛利率(%)	47.59%	44.71%	43.56%	43.25%	45.92%	46.52%	46.55%	48.90%	48.92%	47.50%	48.30%	47.25%
營業利益率(%)	20.05%	19.93%	14.40%	14.46%	16.18%	12.28%	12.55%	18.60%	19.42%	20.00%	21.30%	20.25%
稅後純益率(%)	16.14%	15.39%	14.19%	11.95%	11.32%	10.87%	10.69%	15.69%	16.21%	16.83%	17.95%	17.12%
QoQ(%)												
營業收入淨額	0.19%	0.38%	-10.58%	1.56%	-4.68%	-8.68%	3.37%	20.39%	3.45%	-3.85%	5.88%	11.32%
營業利益	-8.23%	-0.19%	-35.38%	1.96%	6.66%	-30.73%	5.67%	78.47%	7.99%	-0.99%	12.77%	5.83%
稅前純益	-19.21%	4.38%	-19.49%	-12.17%	2.36%	-23.24%	-2.22%	76.62%	6.89%	-0.17%	12.94%	6.19%
稅後純益	-12.44%	-4.30%	-17.55%	-14.47%	-9.65%	-12.36%	1.69%	76.62%	6.89%	-0.17%	12.94%	6.19%
YoY(%)												
營業收入淨額	22.89%	1.73%	-13.31%	-8.67%	-13.11%	-20.96%	-8.62%	8.33%	17.56%	23.78%	26.79%	17.23%
營業利益	9.83%	-11.59%	-49.04%	-39.65%	-29.86%	-51.32%	-20.39%	39.35%	41.09%	101.65%	115.19%	27.61%
稅前純益	-0.46%	-24.43%	-38.63%	-40.37%	-24.45%	-44.44%	-32.52%	35.69%	41.70%	84.29%	112.87%	27.99%
稅後純益	9.54%	-25.08%	-37.41%	-40.91%	-39.03%	-44.16%	-31.13%	42.22%	68.26%	91.67%	112.86%	27.99%

註1：稅後EPS以股本26.06億元計算

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。