

智原 (3035 TT) Faraday

營運展望偏弱 然評價反映對 FinFET 高預期

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$320.0

收盤價 (2024/07/30) : NT\$308.0
隱含漲幅 : 3.9%

營收組成 (2Q24)

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	320.0
2024年營收 (NT\$/十億)	11.6	11.8
2024年EPS	5.2	6.2

交易資料表

市值	NT\$80,260百萬元
外資持股比率	21.8%
董監持股比率	14.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$39.86
負債比	28.2%
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	11,598	14,350
營業利益	2,921	1,956	1,575	2,388
稅後純益	2,455	1,589	1,361	1,931
EPS (元)	9.87	6.10	5.22	7.41
EPS YoY (%)	112.1	-38.2	-14.4	42.0
本益比 (倍)	31.2	50.5	59.0	41.6
股價淨值比 (倍)	8.9	8.0	7.7	7.0
ROE (%)	29.3	16.6	13.7	17.6
現金殖利率 (%)	1.6%	1.4%	1.1%	1.6%
現金股利 (元)	5.00	4.29	3.39	4.82

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 EPS 1 元，低於預期 11%。預估 3Q24 營收季增 10%、毛利率微幅季減、費用維持高檔，展望低於預期。

◆ 先進製程/封裝處於佈局階段，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。

◆ 預估 2024/25 年 EPS 5.22/7.41 元，其中下修 2024 年 12%，維持

◆ 「持有」評等，以 40 倍本益比、2025 年 EPS 推得目標價 320 元，反映營運下修、近期半導體投資氛圍轉差。

2Q24 EPS 1 元，低於市場預期 18%

2Q24 EPS 1 元，分別低於元大/市場預期 11%/18%。其中營收季增 3%、毛利率季增 0.6 個百分點達 47.2%，營收結構變化不大。費用率季增 12%，主因為呆帳提列、併購 Aragio 費用、MCU 購買光罩等，使得營益率季減 2.6 個百分點達 9.7%。2Q24 營收結構分別為 IP 13%、NRE 24%、MP 63%，其中 IP 創新高；2Q24 MP 應用別中通訊網路 9%、行業 26%、AIoT 54%、影音多媒體 11%；NRE 製程別以<28nm 佔比 64%，估計全年營收佔比達 7 成，量產製程以 55~90nm 佔比近 6 成為最大宗。

預估 3Q24 營收季增 10%、費用墊高，展望低於預期

公司預期 3Q24 營收季增 10%、年減 1%，三大產品線皆為季增，其中 IP 突破 4 億元/季增雙位數，MP 庫存調整後恢復動能。本季毛利率估計微幅季減，費用維持與 2Q24 高檔水準，主因投資先進製程 RD 支出，整體展望低於預期。推估 3Q24 EPS 1.19 元/季增 19%，較前次下修 3 成。

2023-2026 年預估先進製程/封裝 CAGR 2~3 成

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，估計營收倍增/佔比個位數。1H24 MP 庫存調整進入尾聲，預期將逐漸恢復動能，估計 MP 全年衰退幅度可望收斂至 2 成以內。市場關注智原在 FinFET 進展，先進製程/封裝的策略主要藉由過去 Samsung 14nm 平台經驗、佈局 DIS、先進封裝包括 2.5/3D 封裝、Chiplet 架構，加入 ARM Neoverse Ecosystem、Intel IFS 聯盟之合作伙伴，併購 Aragio、投資 CoAsia 等一連串動作，目的為了突破長期以來受限於 UMC 成熟製程瓶頸，提高技術能力及市場能見度，目前 win 到一個 AI ASIC 案子，預估 2025 年先進製程/封裝營收倍數成長，估計 2023-26 年 CAGR 2-3 成。本中心最新預估 2024/25 年 EPS 5.22/7.41 元，下修 12%/0.2%，乃針對毛利率、費用調整。

營運分析

2Q24 整體財報低於本中心及市場預期

智原 2Q24 營收 26.5 億元，季增 3%/年減 9%，符合本中心及市場預期。毛利率季增 0.6/年增 3.6 個百分點達 47.2%，優於本中心預期 0.4/市場預期 0.6 個百分點。營業利益 2.6 億元，季減 19%/年減 39%，低於本中心預期 25%/市場預期 29%。費用率季增 12%，主因為呆帳提列、併購 Aragio 費用、MCU 購買光罩等，使營業利益率季減 2.6/年減 4.7 個百分點達 9.7%，低於本中心預期 3.1/市場預期 4.1 個百分點。本季 EPS 1.0 元，季減 7%/年減 37%，低於本中心預期 11%/市場預期 18%。2Q24 營收結構分別為 IP 13%、NRE 24%、MP 63%，其中 IP 創新高；2Q24 MP 應用別中通訊網路 9%、行業 26%、AloT54%、影音多媒體 11%；NRE 製程別以<28nm 佔比 64%，估計全年營收佔比達 7 成，量產製程以 55~90nm 佔比近 6 成為最大宗。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,917	2,579	2,649	2.7%	-9.2%	2,679	2,629	-1.1%	0.8%
營業毛利	1,271	1,200	1,249	4.1%	-1.7%	1,253	1,224	-0.3%	2.1%
營業利益	420	317	257	-18.8%	-38.8%	343	363	-25.1%	-29.2%
稅前利益	515	355	340	-4.3%	-34.0%	375	435	-9.4%	-21.9%
稅後淨利	414	280	261	-6.7%	-36.9%	293	320	-11.0%	-18.3%
調整後 EPS (元)	1.59	1.07	1.00	-6.7%	-36.9%	1.13	1.23	-11.0%	-18.3%
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%	47.2%	0.6	3.6	46.8%	46.5%	0.4	0.6
營業利益率	14.4%	12.3%	9.7%	-2.6	-4.7	12.8%	13.8%	-3.1	-4.1
稅後純益率	14.2%	10.9%	9.9%	-1.0	-4.3	11.0%	12.2%	-1.1	-2.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 3Q24 營收季增 10%、費用墊高，展望低於預期

公司預期 3Q24 營收季增 10%、年減 1%，三大產品線皆為季增，其中 IP 突破 4 億元/季增雙位數，MP 庫存調整後恢復動能。本季毛利率估計微幅季減，費用維持與 2Q24 高檔水準，主因投資先進製程 RD 支出，整體展望低於預期。本中心最新預估 3Q24 營收 29.2 億元，季增 10%/年減 1%；毛利率季減 0.1/年增 3.8 個百分點達 47.0%；營業利益 3.7 億元，季增 45%/年減 13%；營業利益率季增 3.1/年減 1.7 個百分點達 12.8%；EPS 1.19 元，季增 19%/年減 13%，較上次報告下修 32%。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,962	2,649	2,920	10.2%	-1.4%	3,167	3,234	-7.8%	-9.7%
營業毛利	1,281	1,249	1,374	10.0%	7.2%	1,499	1,527	-8.4%	-10.0%
營業利益	428	257	374	45.3%	-12.7%	562	568	-33.5%	-34.2%
稅前利益	452	340	391	14.9%	-13.6%	574	608	-32.0%	-35.8%
稅後淨利	354	261	310	18.6%	-12.5%	452	471	-31.5%	-34.3%
調整後 EPS (元)	1.36	1.00	1.19	18.6%	-12.5%	1.74	1.81	-31.5%	-34.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	43.2%	47.2%	47.0%	-0.1	3.8	47.3%	47.2%	-0.3	-0.2
營業利益率	14.5%	9.7%	12.8%	3.1	-1.7	17.8%	17.6%	-5.0	-4.8
稅後純益率	11.9%	9.9%	10.6%	0.8	-1.3	14.3%	14.6%	-3.7	-4.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2023-2026 年預估先進製程/封裝 CAGR 2~3 成

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，估計營收倍增/佔比個位數。1H24 MP 庫存調整進入尾聲，預期將逐漸恢復動能，估計 MP 全年衰退幅度可望收斂至 2 成以內。市場關注智原在 FinFET 進展，先進製程/封裝的策略主要藉由過去 Samsung 14nm 平台經驗、佈局 DIS、先進封裝包括 2.5/3D 封裝、Chiplet 架構，加入 ARM Neoverse Ecosystem、Intel IFS 聯盟之合作伙伴，併購 Aragio、投資 CoAsia 等一連串動作，目的為了突破長期以來受限於 UMC 成熟製程瓶頸，提高技術能力及市場能見度，目前 win 到一個 AI ASIC 案子，預估 2025 年先進製程/封裝營收倍數成長，估計 2023-26 年 CAGR 2-3 成。本中心最新預估 2024/25 年 EPS 5.22/7.41 元，下修 12%/0.2%，乃針對毛利率、費用調整。

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)。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

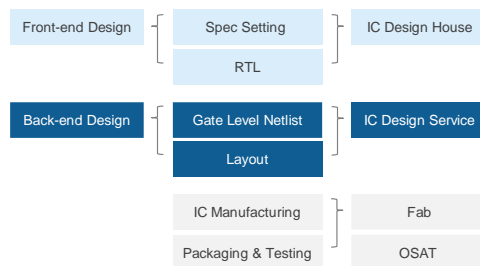
隨著半導體產業對晶片功能和性能要求增加，晶片結構日漸複雜、造價亦越來越昂貴，使得 IC 設計工作困難度日益提高，進而成為 IC 設計服務業者重要之商機與切入點。IC 設計服務商可從最初的产品概念、規格制定、開發、驗證、製造、生產到最終成品等各階段中協助下游客戶開發晶片，客戶可彈性地選擇在任何環節切入半導體設計的產業鏈，並由設計服務業者完成後續統包作業。

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可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。

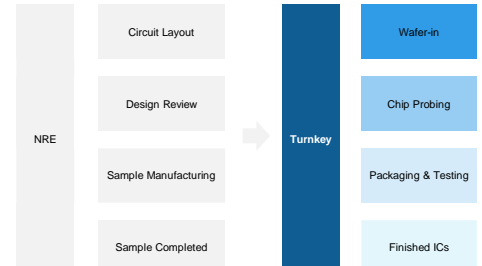
隨 5G/AI/HPC 需求於近年激增及晶圓代工廠持續往更先進製程邁進，未來將會有越來越多的系統/品牌廠出現差異化晶片或自行研發晶片的需求，研調機構 Global Information 指出，全球 ASIC 晶片市場將於 2030 年達到 355 億美元，2023~2030 年 CAGR 可望達 8.2%，中長期而言 IC 設計服務產業有望受惠半導體產業大勢。

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、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) 2Q24 EPS 1 元，低於市場預期；(2) 3Q24 預估營收季增 10%、年減 1%、毛利率略減，展望低於預期；(3) 公司預期 2024 年 NRE 有機會倍數成長，但 1H24 MP 受到客戶庫存調整進入尾聲，估計全年營收衰退幅度可望收斂至 2 成以內。公司 2024 全年營收目標維持年增減 5%。(4) 公司積極佈局 FinFET/先進封裝/AI ASIC、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，目前 win 一個 AI ASIC 案子，估計 2025 年營收倍增，並且預估 2023~26 年 CAGR 2~3 成。(5) 元大最新預估 2024/25 年營收分別下滑 3%/成長 24%，EPS 5.22/7.41 元，其中下修 2024 年獲利 12%，基於 2Q24 財報、3Q24 展望低於預期，2025 年上修營收假設，但費用亦調高，獲利調整不大。

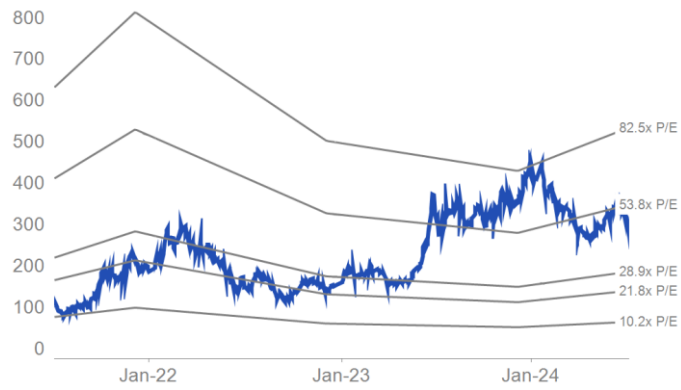
目前股價相當於預估 2024/25 年本益比 59/42 倍，落於過去兩年公司本益比評價區間 30~46 倍的上緣，高於國內同業平均本益比 48/34 倍、國外同業平均本益比約 53/37 倍。儘管市場看好公司在 FinFET 典範轉移、ARM Neoverse、Intel 合作具想像空間，評價較過往大幅提升，惟 FinFET 目前已進行 1 個案子，預計 2025 年新的 AI ASIC 有機會量產，估計營收貢獻倍增/營收佔比 10~15%，後續進度仍須觀察，維持「持有-超越大盤」評等，目標價 320 元，基於公司營運展望低於預期及反映總體環境不確定性增高、中國市場需求復甦緩慢等，使得整體半導體/AI 族群投資氛圍不佳。

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	11,598	11,825	14,350	14,005	-1.9%	2.5%
營業毛利	5,450	5,564	6,588	6,399	-2.0%	3.0%
營業利益	1,575	1,884	2,388	2,499	-16.4%	-4.4%
稅前利益	1,731	1,983	2,506	2,562	-12.7%	-2.2%
稅後淨利	1,361	1,548	1,931	1,936	-12.1%	-0.2%
調整後 EPS (元)	5.22	5.94	7.41	7.43	-12.1%	-0.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	47.0%	47.1%	45.9%	45.7%	-0.1	0.2
營業利益率	13.6%	15.9%	16.6%	17.8%	-2.3	-1.2
稅後純益率	11.7%	13.1%	13.5%	13.8%	-1.4	-0.4

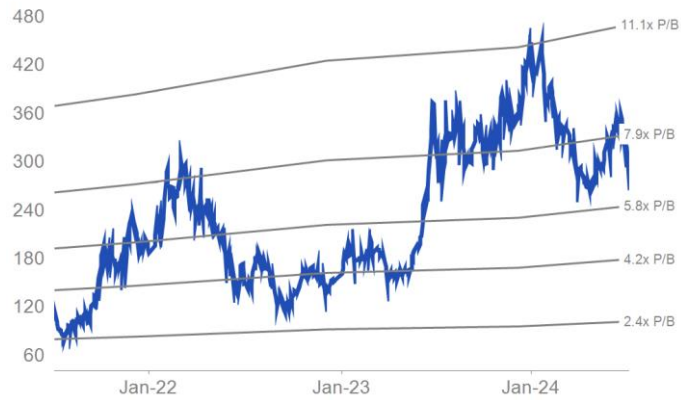
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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	308.0	2,432	6.10	5.22	7.41	50.5	59.0	41.6	(38.2)	(14.4)	42.0
國外													
Synopsys	SNPS US	未評等	547.5	82,622	7.9	8.9	15.6	69.1	61.5	35.0	23.2	12.4	75.5
Cadence	CDNS US	未評等	259.1	80,457	3.9	5.9	6.8	67.0	44.0	38.2	23.5	52.4	15.1
國外平均					5.9	7.4	11.2	68.1	52.7	36.6	23.3	32.4	45.3
國內													
創意	3443 TT	買進	1095.0	7,324	26.2	27.7	36.7	41.8	39.6	29.8	(5.4)	5.7	32.7
世芯-KY	3661 TT	未評等	2600.0	9,035	45.5	75.0	107.3	57.2	34.7	24.2	77.0	65.0	43.0
M31	6643 TT	買進	1145.0	1,555	12.6	16.5	23.5	91.1	69.5	48.7	15.0	31.0	42.9
國內平均					28.1	39.7	55.9	63.4	47.9	34.2	28.9	33.9	39.5

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)

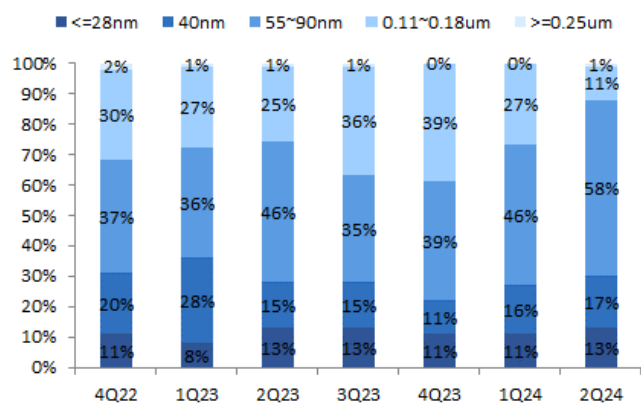
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,579	2,649	2,920	3,450	3,089	3,436	3,855	3,970	11,598	14,350
銷貨成本	(1,379)	(1,400)	(1,546)	(1,822)	(1,647)	(1,841)	(2,077)	(2,197)	(6,147)	(7,762)
營業毛利	1,200	1,249	1,374	1,628	1,442	1,595	1,778	1,773	5,450	6,588
營業費用	(883)	(992)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,050)	(1,050)	(1,100)	(3,875)	(4,200)
營業利益	317	257	374	628	442	545	728	673	1,575	2,388
業外利益	39	83	17	17	17	67	17	17	156	118
稅前純益	355	340	391	645	459	612	745	690	1,731	2,506
所得稅費用	(77)	(72)	(81)	(135)	(98)	(132)	(160)	(150)	(365)	(540)
少數股東權益	(2)	7	0	0	5	10	10	10	5	35
歸屬母公司稅後純益	280	261	310	510	356	470	575	530	1,361	1,931
調整後每股盈餘(NT\$)	1.07	1.00	1.19	1.96	1.37	1.80	2.21	2.03	5.22	7.41
調整後加權平均股數(百萬股)	261	261	261	261	261	261	261	261	249	249
重要比率										
營業毛利率	46.5%	47.2%	47.1%	47.2%	46.7%	46.4%	46.1%	44.7%	47.0%	45.9%
營業利益率	12.3%	9.7%	12.8%	18.2%	14.3%	15.9%	18.9%	16.9%	13.6%	16.6%
稅前純益率	13.8%	12.8%	13.4%	18.7%	14.9%	17.8%	19.3%	17.4%	14.9%	17.5%
稅後純益率	10.9%	9.9%	10.6%	14.8%	11.5%	13.7%	14.9%	13.3%	11.7%	13.5%
有效所得稅率	21.7%	21.2%	20.7%	20.9%	21.4%	21.6%	21.5%	21.7%	21.1%	21.5%
季增率(%)										
營業收入	-8.7%	2.7%	10.2%	18.2%	-10.5%	11.2%	12.2%	3.0%		
營業利益	-30.7%	-18.8%	45.5%	67.9%	-29.6%	23.3%	33.6%	-7.6%		
稅後純益	-12.4%	-6.9%	18.8%	64.5%	-30.2%	32.0%	22.3%	-7.8%		
調整後每股盈餘	-12.5%	-6.7%	18.6%	64.5%	-30.1%	32.0%	22.3%	-7.9%		
年增率(%)										
營業收入	-21.0%	-9.2%	-1.4%	22.2%	19.8%	29.7%	32.0%	15.1%	-3.1%	23.7%
營業利益	-51.3%	-38.8%	-12.7%	37.4%	39.6%	112.1%	94.7%	7.2%	-19.5%	51.6%
稅後純益	-44.2%	-36.9%	-12.4%	59.5%	27.0%	80.1%	85.5%	3.9%	-12.5%	43.9%
調整後每股盈餘	-44.2%	-36.9%	-12.5%	59.3%	27.2%	80.0%	85.7%	3.9%	-14.4%	42.0%

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

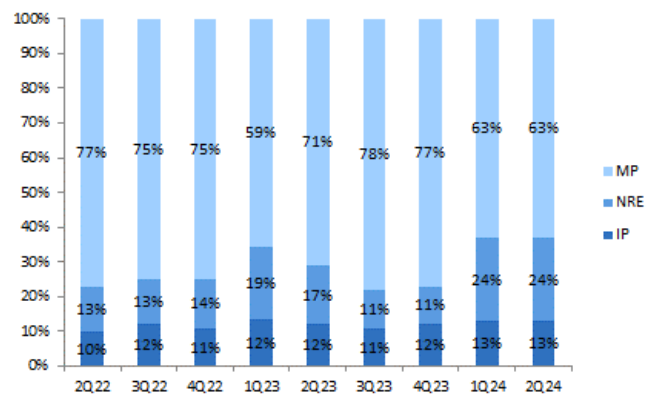
智原成立於 1993 年，為聯電集團旗下的 IC 設計服務公司，主要提供 ASIC 服務與矽智財 IP 授權服務，其 ASIC 團隊已成功完成數千個 ASIC 設計案。公司營收組成中量產約占 60-70%、委託設計約占 15-25%、矽智財約占 15%，下游終端應用包括通訊網路、行業用、AIoT、多媒體、消費性電子、PC 周邊等，製程技術則以 40/28/22 奈米等成熟製程節點為主。

圖 10：智原量產仍以成熟製程為主



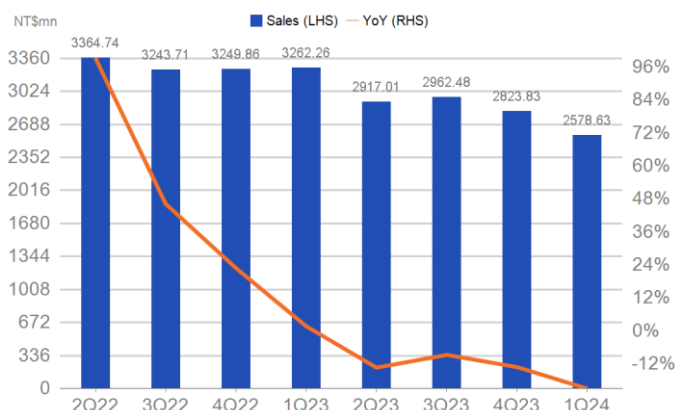
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：營收組成



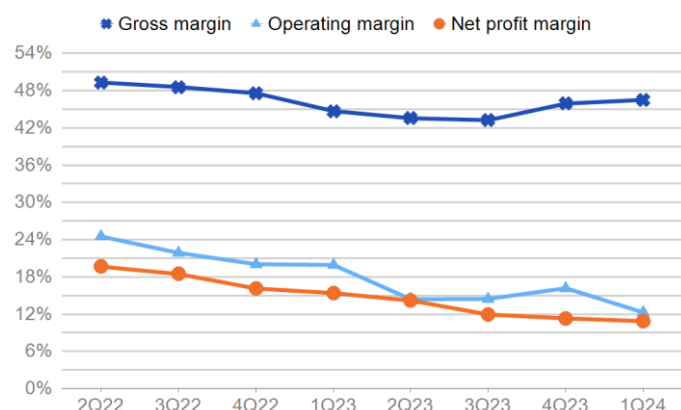
資料來源：公司資料

圖 12：營收趨勢



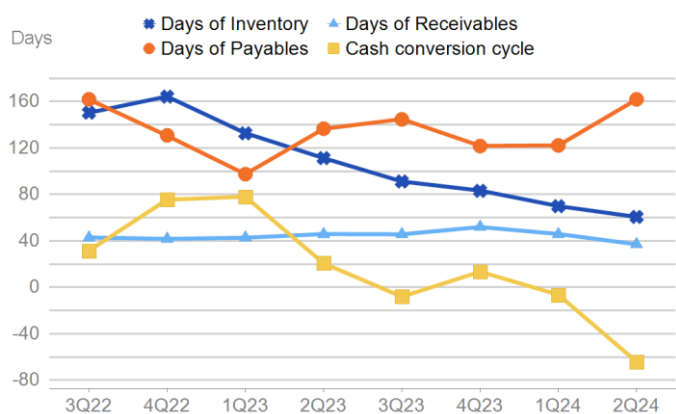
資料來源：CMoney、公司資料

圖 13：毛利率、營益率、淨利率



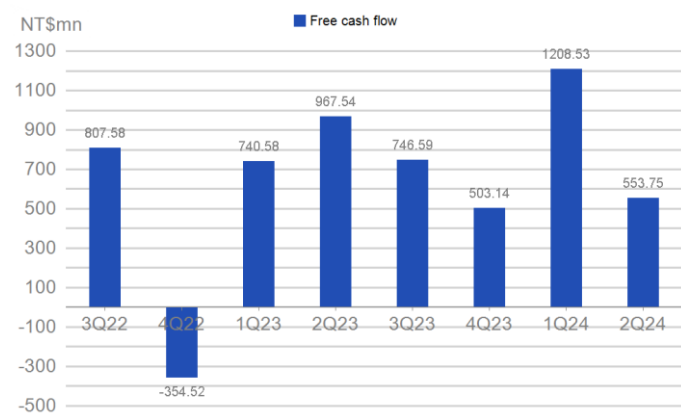
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/7/30)

註 1：ESG 總分=A-(A*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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

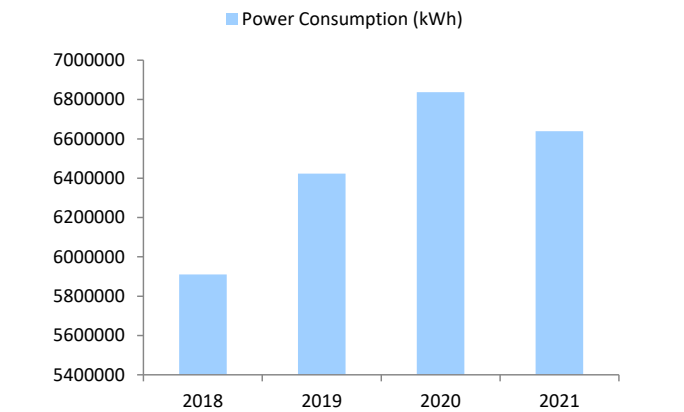
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

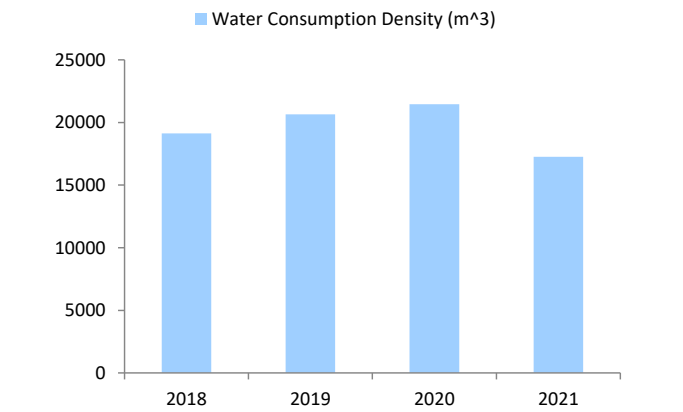
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

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	6,194	6,924
存貨	1,321	3,017	1,187	1,508	2,022
應收帳款及票據	939	1,354	1,559	1,237	1,908
其他流動資產	370	511	412	412	412
流動資產	7,392	9,754	8,873	9,351	11,267
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
非流動資產	4,644	3,759	4,545	4,471	4,397
資產總額	12,037	13,513	13,418	13,821	15,664
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,022	1,742
短期借款	0	127	95	95	95
什項負債	2,134	2,899	2,142	2,142	2,142
流動負債	3,506	4,156	3,236	3,259	3,979
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	376	388	328	328	328
長期負債	376	388	328	328	328
負債總額	3,881	4,544	3,564	3,587	4,307
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	5,651	6,738
什項權益	1,370	478	1,067	1,067	1,067
歸屬母公司之權益	7,840	8,599	9,533	9,908	10,996
非控制權益	315	369	321	326	361
股東權益總額	8,155	8,969	9,855	10,235	11,357

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	1,366	1,966
折舊及攤提	405	473	502	123	123
本期營運資金變動	(597)	(2,319)	1,733	26	(467)
其他營業資產 及負債變動	1,408	535	(788)	0	0
營運活動之現金流量	2,506	1,200	3,007	1,515	1,623
資本支出	(41)	(86)	(49)	(49)	(49)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(548)	(291)	(654)	0	0
投資活動之現金流量	(588)	(377)	(704)	(49)	(49)
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)	(986)	(844)
其他調整數	49	(89)	(148)	0	0
融資活動之現金流量	(200)	(782)	(1,421)	(986)	(844)
匯率影響數	(3)	69	(40)	0	0
本期產生現金流量	1,715	110	842	480	730
自由現金流量	2,465	1,114	2,958	1,465	1,574

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
營業收入	8,085	13,065	11,966	11,598	14,350
銷貨成本	(3,995)	(6,690)	(6,658)	(6,147)	(7,762)
營業毛利	4,090	6,375	5,307	5,450	6,588
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,351)	(3,875)	(4,200)
推銷費用	(360)	(475)	(452)	(521)	(578)
研究費用	(2,037)	(2,422)	(2,362)	(2,740)	(2,945)
管理費用	(366)	(542)	(531)	(596)	(659)
其他費用	75	(14)	(6)	(18)	(17)
營業利益	1,402	2,921	1,956	1,575	2,388
利息收入	13	33	65	77	80
利息費用	(6)	(6)	(13)	(10)	(12)
利息收入淨額	7	27	52	67	68
投資利益(損失)淨額	0	0	0	50	60
匯兌損益	9	12	(15)	53	0
其他業外收入(支出)淨額	84	98	78	(13)	(10)
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,731	2,506
所得稅費用	(212)	(547)	(509)	(365)	(540)
少數股權淨利	134	56	(28)	5	35
歸屬母公司之稅後純益	1,156	2,455	1,589	1,361	1,931
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,913	3,537	2,585	1,452	2,265
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.66	9.87	6.10	5.22	7.41

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
年成長率 (%)					
營業收入	47.1	61.6	(8.4)	(3.1)	23.7
營業利益	840.3	108.4	(33.0)	(19.5)	51.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	153.8	84.9	(26.9)	(43.8)	56.0
稅後純益	403.9	94.6	(37.8)	(12.5)	43.9
調整後每股盈餘	331.7	112.1	(38.2)	(14.4)	42.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	50.6	48.8	44.4	47.0	45.9
營業利益率	17.3	22.4	16.3	13.6	16.6
稅前息前淨利率	18.5	23.4	17.2	13.6	16.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.7	27.1	21.6	12.5	15.8
稅前純益率	18.6	23.4	17.3	14.9	17.5
稅後純益率	14.3	18.8	13.3	11.7	13.5
資產報酬率	12.8	19.7	11.6	9.9	12.6
股東權益報酬率	17.8	29.3	16.6	13.7	17.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	47.6	50.7	36.2	35.1	37.9
淨負債權益比(%)	(58.4)	(52.9)	(57.0)	(59.6)	(60.1)
利息保障倍數 (倍)	257.2	481.2	156.6	172.3	209.9
流動比率 (%)	210.9	234.7	274.2	286.9	283.2
速動比率 (%)	173.2	162.1	237.5	240.6	232.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(4,763)	(4,746)	(5,620)	(6,100)	(6,829)
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.59	38.35	39.86	44.24
評價指標 (倍)					
本益比	66.2	31.2	50.5	59.0	41.6
股價自由現金流量比	31.1	68.8	25.9	52.4	48.7
股價淨值比	9.8	8.9	8.0	7.7	7.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	40.1	21.7	29.7	52.8	33.9
股價營收比	9.5	5.9	6.4	6.6	5.3

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



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詮釋定義）。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>.