

智原

(3035.TW/3035 TT)

加碼甜蜜點浮現

增加持股 · 調升

收盤價 July 30 (NT\$)	308.0
12 個月目標價 (NT\$)	385.0
前次目標價 (NT\$)	290.0
調升 (%)	32.8
上漲空間 (%)	25.0

焦點內容

- 3Q24 展望低於預期；2024 全年營收預期年增±5%。
- 與 CoAsia Semi (KR) 合作以獲取 HBM 產能。
- 今年目標獲得至少 7 個先進技術專案。

交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	80.25 / 2,462
流通在外股數 (百萬股)：	260.5
外資持有股數 (百萬股)：	56.71
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.74
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	272.0 -455.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	4.8	-28.4	-3.6
相對表現 (%)	-4.2	-51.6	-32.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	2.02A	1.66A	1.42A	1.29A
2024	1.13A	1.00F	1.25F	2.24F
2025	2.15F	2.80F	2.96F	3.06F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

潘俊宏
886.2.2181.8706
Felix.Pan@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

智原召開 2Q24 法說會。

評論及分析

3Q24 展望低於預期；2024 全年營收預期年增±5%。智原預估 3Q24 營收季增約 10%，低於我們預估之季增 17.8% 和市場共識之季增 22.1%。公司預計 IP 營收將逾 4 億元，而 NRE 業務將創單季新高，且 MP 營收持續看到季對季改善。此外，公司預估 3Q24 毛利率將略為下滑。我們認為 2024 年營收將有望達成年增±5%，但內容有所變化，由於既有 Turnkey 專案(即太陽能、POS、網通交換器、工廠/辦公室自動化)需求復甦和庫存去化速度弱於我們預期，我們看到 Turnkey 營收起量乏力，此將壓抑我們對 2024 年的 Turnkey 營收預測，儘管 2.5D 封裝專案將於 4Q24 開始貢獻 Turnkey 營收，且 MCU 自低基期強勁回補庫存(公司預估年增 50% 以上)。另一方面，先進製程/封裝專案持續推升 NRE 營收，此部分抵消了前述 Turnkey 負面因素。綜上所述，我們微幅下修 2024 年營收預估至 118 億元，年減 1.2%。

與 CoAsia Semi (KR) 合作以獲取 HBM 產能。智原先前宣佈，透過其子公司對 CoAsia Semi 進行投資。在 HBM 供應緊張的情況下，我們的調查顯示，智原正通過 CoAsia Semi 自韓國一記憶體業者獲取 HBM2E 產能。目前主要用以供應給中國一家網通客戶，我們預計該專案對智原 2024 年營收貢獻有限。而進入 2025 年，管理層預測該專案將佔營收 10-20%，但我們也強調該專案將稀釋整體毛利率(毛利率為 10-20%)。

今年目標獲得至少 7 個先進技術專案。我們重申，由於持續取得先進製程/封裝專案，NRE 營收將在未來數個季度保持強勁。公司今年目標係至少獲取 7 個專案(年初迄今已獲取 4 個)，但一個 AI 專案之 Tape-out 預計將推遲至 2025 年，因此 2024 年先進製程/封裝專案相關營收比重目標仍維持於高個位數百分比。我們預估這些高價值專案將在 2025 年持續推升 NRE 營收，且大多數將於 2025 年，甚至以後進入量產。隨著 IP 營收的持續成長與既有 Turnkey 業務終將回溫，我們預估 2025 年營收將年增 38.0%。

投資建議

我們下調 2024 年 EPS 預估至 5.63 元，年減 12.0%，對比市場共識為 6.50 元，主要考量 2Q24 財報、3Q24 財測與營業費用展望高於預期。因更強勁的營收前景但 2.5D 封裝專案稀釋毛利率，我們也微調 2025 年 EPS 預估至 10.97 元，年增 95.0%，對比市場共識為 11.29 元。新目標價為 385 元，係基於 2025 年 EPS 預估 35 倍(循環均值加 0.5 倍標準差)，先前為 2024-25 年每股盈餘預估平均 33 倍，以反映更正向之前景。股價目前交易於 2025 年 EPS 預估 28 倍，我們認為下檔風險有限，且當前評價已然提供更具吸引力之風報比，因此我們調升智原至「增加持股」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

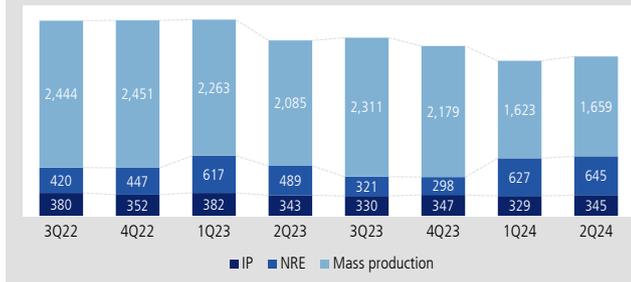
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	8,085	13,065	11,966	11,816	16,307
營業毛利 (NT\$百萬)	4,090	6,375	5,307	5,502	7,530
營業利益 (NT\$百萬)	1,402	2,921	1,956	1,609	3,307
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,156	2,455	1,589	1,451	2,863
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	5.63	10.97
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	4.50	3.94	7.68
每股盈餘成長率 (%)	330.6	112.3	(35.2)	(12.0)	95.0
本益比 (x)	66.2	31.2	48.2	54.7	28.1
股價淨值比 (x)	9.8	8.9	8.0	5.9	5.2
EV/EBITDA (x)	24.9	17.0	21.2	21.0	12.5
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.1	1.6	1.5	1.3	2.5
股東權益報酬率 (%)	16.4	29.9	17.5	12.5	19.6

資料來源：公司資料，凱基預估

2024 每股盈餘低於預期。2024 的毛利率為 47.1%，季增 0.6 個百分點，年增 3.6 個百分點，略高於我們預估和市場共識，分別為 46.6% 和 46.5%，主因產品組合略為優化。鑑於營業費用高於預期(主因呆帳認列，以及來自收購與子公司採購光罩所產生額外費用)，達 9.92 億元，以及業外收入 8,269 萬元略低於預期，EPS 為 1.00 元，季減 11.2%，年減 39.9%，低於我們預估 24.8% 與市場共識 26.4%。

圖 1：智原營收(按解決方案)

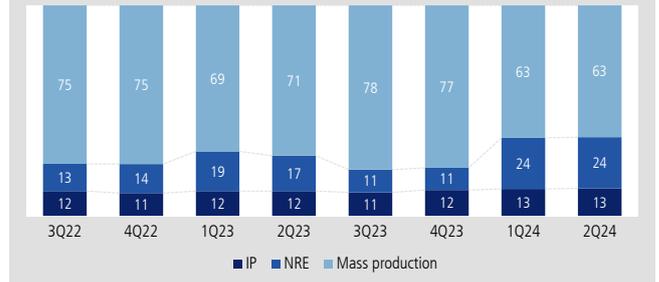
各解決方案營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：智原營收結構(按解決方案)

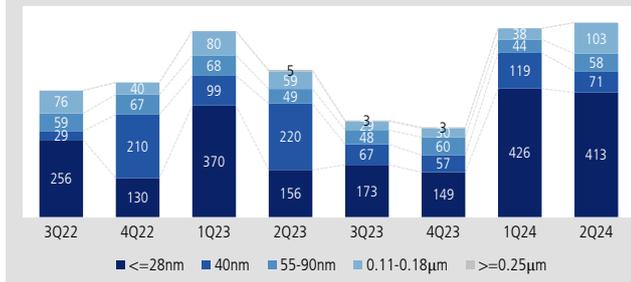
各解決方案營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：智原 NRE 營收(按製程)

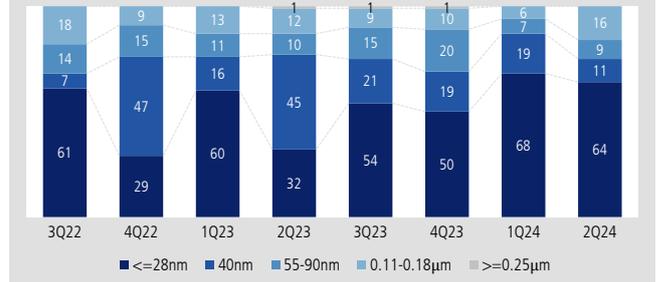
各製程 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：智原 NRE 營收結構(按製程)

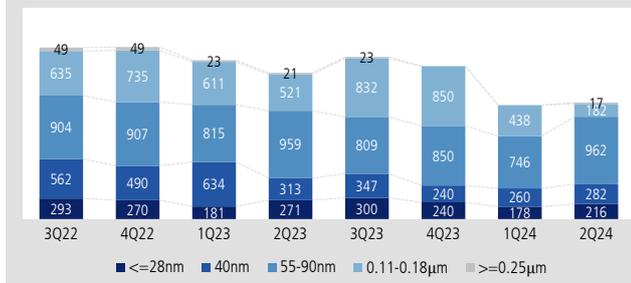
各製程 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：智原量產營收(按製程)

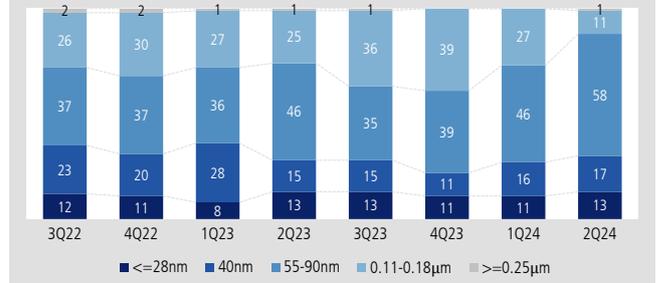
各製程量產營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：智原量產營收結構(按製程)

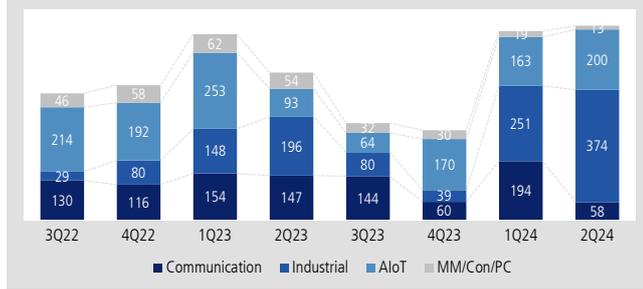
各製程量產營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：智原 NRE 營收(按應用)

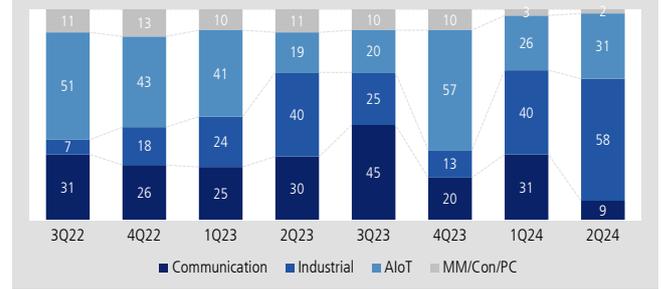
各應用 NRE 營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：智原 NRE 營收結構(按應用)

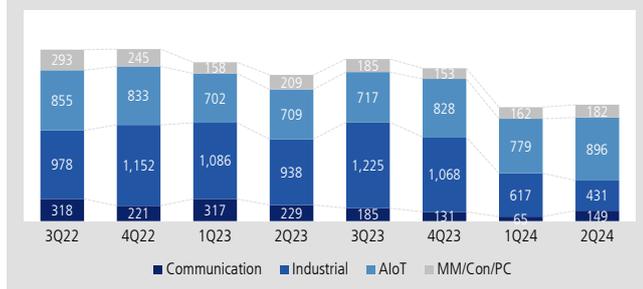
各應用 NRE 營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：智原量產營收(按應用)

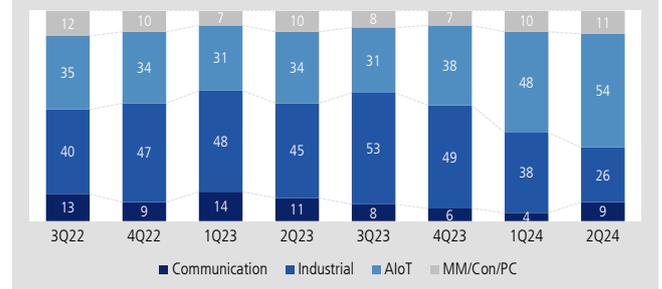
各應用量產營收，百萬元



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 11：2Q24 財報暨凱基與市場共識比較

百萬元	2Q24								
	實際值	凱基預估	差異(%)	1Q24	QoQ (%)	2Q23	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,649	2,671	(0.8)	2,579	2.7	2,917	(9.2)	2,664	(0.6)
毛利	1,249	1,245	0.3	1,200	4.1	1,271	(1.7)	1,240	0.7
營業利益	257	321	(20.0)	317	(18.9)	420	(38.9)	363	(29.3)
稅後淨利	261	346	(24.6)	280	(6.9)	414	(36.9)	320	(18.4)
每股盈餘(元)	1.00	1.33	(24.8)	1.13	(11.2)	1.66	(39.9)	1.36	(26.4)
毛利率(%)	47.1	46.6	0.5 ppts	46.5	0.6 ppts	43.6	3.6 ppts	46.5	0.6 ppts
營利率(%)	9.7	12.0	(2.3)ppts	12.3	(2.6)ppts	14.4	(4.7)ppts	13.6	(3.9)ppts
淨利率(%)	9.9	13.0	(3.1)ppts	10.9	(1.0)ppts	14.2	(4.3)ppts	12.0	(2.2)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 12：3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,930	3,120	(6.1)	10.6	(1.1)	3,234	(9.4)
毛利	1,360	1,478	(8.0)	8.9	6.2	1,527	(10.9)
營業利益	352	504	(30.1)	37.2	(17.7)	568	(37.9)
稅後淨利	325	436	(25.3)	24.7	(8.0)	471	(30.9)
每股盈餘(元)	1.25	1.67	(25.3)	24.7	(12.4)	1.85	(32.7)
毛利率(%)	46.4	47.4	(0.9)ppts	(0.7)ppts	3.2 ppts	47.2	(0.8)ppts
營利率(%)	12.0	16.2	(4.1)ppts	2.3 ppts	(2.4)ppts	17.6	(5.5)ppts
淨利率(%)	11.1	14.0	(2.9)ppts	1.3 ppts	(0.8)ppts	14.6	(3.5)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	11,816	12,084	(2.2)	(1.2)	12,130	(2.6)	16,307	15,510	5.1	38.0	17,157	(5.0)
毛利	5,502	5,694	(3.4)	3.7	5,658	(2.7)	7,530	7,482	0.6	36.9	7,871	(4.3)
營業利益	1,609	1,881	(14.4)	(17.7)	1,940	(17.0)	3,307	3,376	(2.0)	105.5	3,547	(6.8)
稅後淨利	1,451	1,680	(13.6)	(8.7)	1,643	(11.7)	2,863	2,875	(0.4)	97.3	2,881	(0.6)
每股盈餘(元)	5.63	6.52	(13.7)	(12.0)	6.50	(13.5)	10.97	11.03	(0.5)	95.0	11.29	(2.8)
毛利率(%)	46.6	47.1	(0.6)ppts	2.2 ppts	46.6	(0.1)ppts	46.2	48.2	(2.1)ppts	(0.4)ppts	45.9	0.3 ppts
營利率(%)	13.6	15.6	(1.9)ppts	(2.7)ppts	16.0	(2.4)ppts	20.3	21.8	(1.5)ppts	6.7 ppts	20.7	(0.4)ppts
淨利率(%)	12.3	13.9	(1.6)ppts	(1.0)ppts	13.5	(1.3)ppts	17.6	18.5	(1.0)ppts	5.3 ppts	16.8	0.8 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

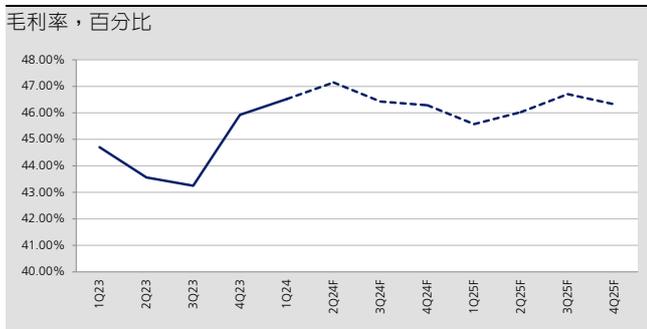
圖 14：公司概況

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\$50.00, 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。

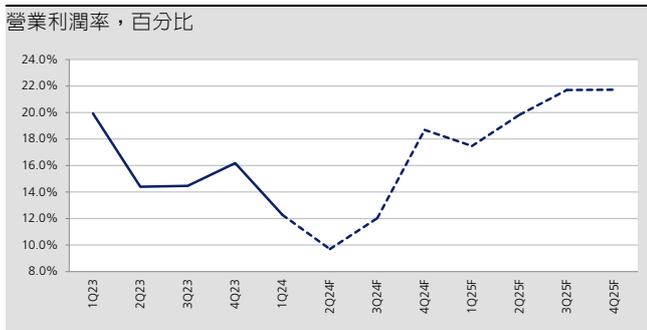
資料來源：公司資料，凱基

圖 16：季營業收入

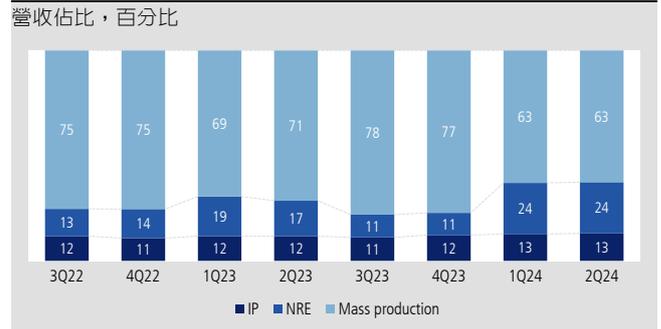

資料來源：凱基

圖 18：毛利率


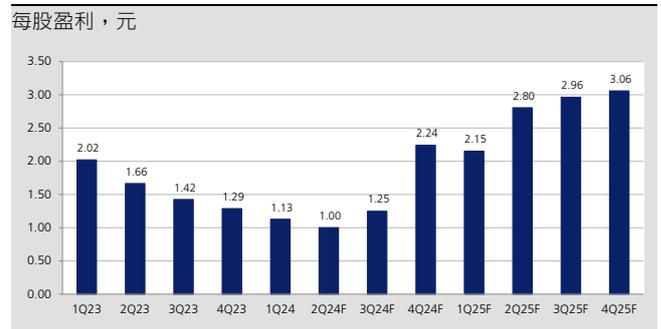
資料來源：凱基

圖 20：營業利潤率


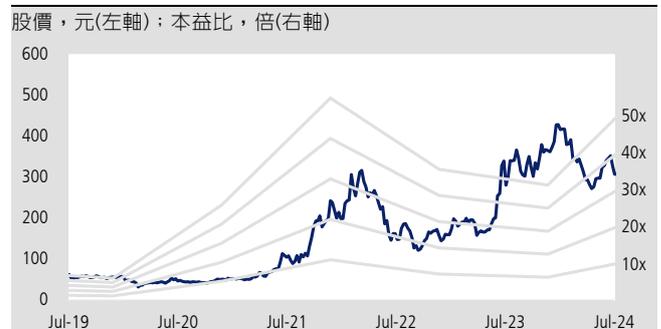
資料來源：凱基

圖 15：營收佔比(按解決方案)


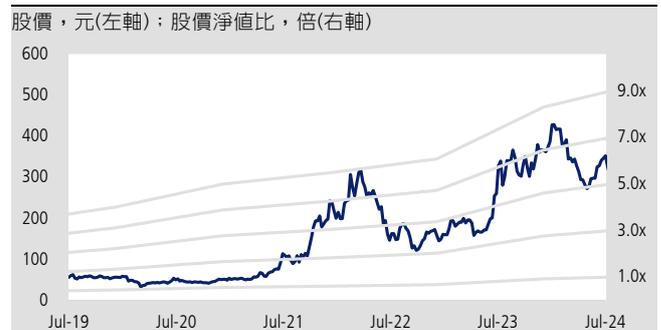
資料來源：公司資料，凱基

圖 17：每股盈利


資料來源：凱基

圖 19：未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ，凱基預估

圖 21：未來一年預估股價淨值比區間


資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,579	2,649	2,930	3,658	3,737	3,970	4,226	4,374	11,966	11,816	16,307
營業成本	(1,379)	(1,400)	(1,570)	(1,965)	(2,034)	(2,143)	(2,252)	(2,348)	(6,658)	(6,314)	(8,777)
營業毛利	1,200	1,249	1,360	1,693	1,703	1,827	1,974	2,026	5,307	5,502	7,530
營業費用	(883)	(992)	(1,008)	(1,010)	(1,050)	(1,040)	(1,056)	(1,076)	(3,351)	(3,893)	(4,223)
營業利益	317	257	352	684	653	787	917	950	1,956	1,609	3,307
折舊	(33)	(33)	(33)	(34)	(38)	(38)	(38)	(38)	(123)	(134)	(151)
攤提	(141)	(242)	(242)	(344)	(283)	(283)	(283)	(283)	(379)	(969)	(1,132)
EBITDA	491	533	628	1,061	974	1,108	1,238	1,271	2,457	2,712	4,590
利息收入	17	30	31	28	29	31	33	31	65	105	123
投資利益淨額	0	-	-	-	-	80	-	-	72	0	80
其他營業外收入	2	75	30	30	30	30	30	30	32	136	120
總營業外收入	18	105	61	58	59	141	63	61	170	242	323
利息費用	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(13)	(11)	(11)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	23	(19)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(42)	(6)	(20)
總營業外費用	20	(22)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(55)	(17)	(31)
稅前純益	355	340	406	733	704	920	972	1,003	2,070	1,834	3,599
所得稅費用[利益]	(77)	(71)	(85)	(154)	(148)	(193)	(204)	(211)	(509)	(388)	(756)
少數股東損益	2	(7)	5	5	5	5	5	5	28	5	20
非常項目前稅後純益	280	261	325	584	561	732	773	798	1,589	1,451	2,863
非常項目	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	280	261	325	584	561	732	773	798	1,589	1,451	2,863
每股盈餘 (NT\$)	1.13	1.00	1.25	2.24	2.15	2.80	2.96	3.06	6.39	5.63	10.97
獲利率 (%)											
營業毛利率	46.5	47.1	46.4	46.3	45.6	46.0	46.7	46.3	44.4	46.6	46.2
營業利益率	12.3	9.7	12.0	18.7	17.5	19.8	21.7	21.7	16.3	13.6	20.3
EBITDA Margin	19.0	20.1	21.4	29.0	26.1	27.9	29.3	29.1	20.5	23.0	28.1
稅前純益率	13.8	12.8	13.8	20.0	18.8	23.2	23.0	22.9	17.3	15.5	22.1
稅後純益率	10.9	9.9	11.1	16.0	15.0	18.4	18.3	18.2	13.3	12.3	17.6
季成長率 (%)											
營業收入	(8.7)	2.7	10.6	24.9	2.2	6.2	6.4	3.5			
營業毛利	(7.5)	4.1	8.9	24.5	0.6	7.3	8.0	2.7			
營業收益增長	(30.7)	(18.9)	37.2	94.0	(4.5)	20.5	16.5	3.6			
EBITDA	(17.5)	8.6	17.9	68.9	(8.2)	13.7	11.8	2.7			
稅前純益	(23.2)	(4.5)	19.5	80.8	(4.0)	30.7	5.6	3.3			
稅後純益	(12.4)	(6.9)	24.7	79.5	(4.0)	30.4	5.6	3.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(21.0)	(9.2)	(1.1)	29.5	44.9	49.9	44.2	19.6	(8.4)	(1.2)	38.0
營業毛利	(17.7)	(1.7)	6.2	30.6	42.0	46.3	45.1	19.6	(16.8)	3.7	36.9
營業收益	(51.3)	(38.9)	(17.7)	49.6	106.3	206.4	160.3	39.0	(33.1)	(17.7)	105.5
EBITDA	(35.7)	(0.5)	11.3	78.3	98.5	108.0	97.1	19.8	(27.6)	10.4	69.2
稅前純益	(44.4)	(34.1)	(10.3)	58.4	98.0	170.9	139.6	36.8	(32.3)	(11.4)	96.2
稅後純益	(44.2)	(36.9)	(8.0)	82.7	100.2	180.4	137.4	36.5	(35.2)	(8.7)	97.3

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	18,640	20,823
流動資產	7,392	9,754	8,873	13,170	15,364
現金及短期投資	4,789	4,895	5,744	9,529	11,208
存貨	1,321	3,017	1,187	1,297	1,550
應收帳款及票據	939	1,354	1,559	1,601	1,863
其他流動資產	344	489	382	743	743
非流動資產	4,644	3,759	4,545	5,470	5,459
長期投資	3,105	2,023	2,693	2,649	2,649
固定資產	518	514	553	513	503
什項資產	1,022	1,221	1,299	2,307	2,307
負債總額	3,881	4,544	3,564	4,653	5,009
流動負債	3,506	4,156	3,236	3,959	4,315
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,546	1,901
短期借款	323	425	269	352	352
什項負債	1,810	2,601	1,968	2,061	2,061
長期負債	376	388	328	694	694
長期借款	161	149	93	11	11
其他負債及準備	14	22	35	489	489
股東權益總額	8,155	8,969	9,855	13,987	15,814
普通股股本	2,486	2,486	2,486	2,606	2,606
保留盈餘	1,727	3,262	3,361	3,694	5,541
少數股東權益	315	369	321	327	307
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%)	(1.2%)	38.0%
營業收益增長	840.3%	108.4%	(33.1%)	(17.7%)	105.5%
EBITDA	210.0%	87.8%	(27.6%)	10.4%	69.2%
稅後純益	330.6%	112.3%	(35.2%)	(8.7%)	97.3%
每股盈餘成長率	330.6%	112.3%	(35.2%)	(12.0%)	95.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	50.6%	48.8%	44.4%	46.6%	46.2%
營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	13.6%	20.3%
EBITDA Margin	22.4%	26.0%	20.5%	23.0%	28.1%
稅後純益率	14.3%	18.8%	13.3%	12.3%	17.6%
平均資產報酬率	11.4%	19.2%	11.8%	9.1%	14.5%
股東權益報酬率	16.4%	29.9%	17.5%	12.5%	19.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	5.9%	6.4%	3.7%	2.6%	2.3%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	257.2	481.2	156.6	166.3	323.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	427.4	188.4	226.0	247.0	356.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	2.8	10.6	7.5	10.9
流動比率 (x)	2.1	2.3	2.7	3.3	3.6
速動比率 (x)	1.7	1.6	2.4	3.0	3.2
淨負債 (NT\$百萬)	(4,278)	(4,299)	(5,353)	(9,052)	(10,732)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	5.63	10.97
每股現金盈餘 (NT\$)	10.08	4.83	12.10	10.62	15.21
每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	38.36	52.43	59.52
調整後每股淨值 (NT\$)	31.54	34.60	38.36	52.95	59.43
每股營收 (NT\$)	32.53	52.57	48.14	45.81	62.49
EBITDA/Share (NT\$)	7.27	13.66	9.89	10.51	17.59
每股現金股利 (NT\$)	3.30	5.00	4.50	3.94	7.68
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.80	1.02	0.89	0.74	0.83
應收帳款周轉天數	42.4	37.8	47.6	49.6	41.7
存貨周轉天數	120.7	164.6	65.1	75.2	64.4
應付帳款周轉天數	125.3	61.6	54.8	89.6	79.1
現金轉換周轉天數	37.7	140.8	57.9	35.2	27.1

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	11,816	16,307
營業成本	(3,995)	(6,690)	(6,658)	(6,314)	(8,777)
營業毛利	4,090	6,375	5,307	5,502	7,530
營業費用	(2,688)	(3,454)	(3,351)	(3,893)	(4,223)
營業利益	1,402	2,921	1,956	1,609	3,307
總營業外收入	117	148	170	242	323
利息收入	13	33	65	105	123
投資利益淨額	70	90	72	0	80
其他營業外收入	35	25	32	136	120
總營業外費用	(17)	(12)	(55)	(17)	(31)
利息費用	(6)	(6)	(13)	(11)	(11)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	(6)	(42)	(6)	(20)
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,834	3,599
所得稅費用[利益]	(212)	(547)	(509)	(388)	(756)
少數股東損益	(134)	(56)	28	5	20
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	1,156	2,455	1,589	1,451	2,863
EBITDA	1,807	3,394	2,457	2,712	4,590
每股盈餘 (NT\$)	4.65	9.88	6.39	5.63	10.97

現金流量

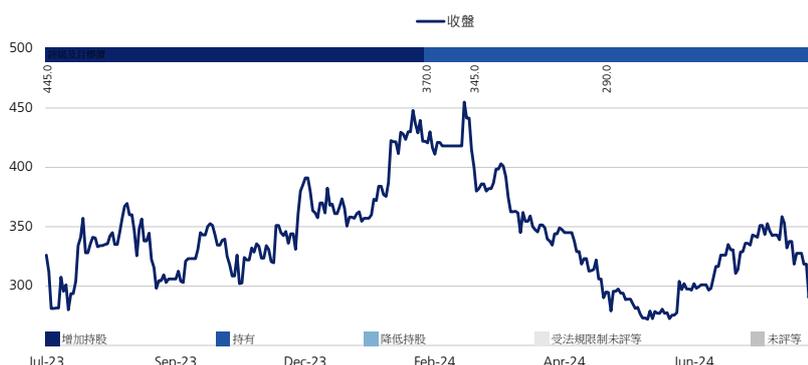
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,506	1,200	3,007	2,740	3,968
本期純益	1,156	2,455	1,589	1,451	2,863
折舊及攤提	405	473	502	1,103	1,283
本期運用資金變動	(259)	(2,368)	1,487	395	(159)
其他營業資產及負債變動	1,204	640	(571)	(209)	(20)
投資活動之現金流量	(588)	(377)	(704)	(1,579)	(1,272)
投資用短期投資出售[新購]	(173)	120	(50)	(44)	-
本期長期投資變動	24	-	-	-	-
資本支出淨額	(41)	(86)	(49)	(110)	(140)
其他資產變動	(399)	(411)	(604)	(1,425)	(1,132)
自由現金流	1,005	64	3,036	1,688	2,465
融資活動之現金流量	(200)	(782)	(1,421)	2,489	(1,016)
短期借款變動	-	127	(30)	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	88	-	-	3,720	-
已支付普通股股息	(249)	(820)	(1,243)	(1,118)	(1,016)
其他融資現金流	(39)	(89)	(148)	(113)	-
匯率影響數	(3)	69	(40)	51	-
本期產生現金流量	1,715	110	842	3,701	1,680

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%	32.9%	25.9%
= 營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	13.6%	20.3%
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	15.9	18.3
營業利益率	17.3%	22.4%	16.3%	13.6%	20.3%
x 資本周轉率	37.2	6.7	13.1	15.9	18.3
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%	170.8%	293.1%

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
2024-04-23	持有	290.0	295.0
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 未評等 (R)	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。

*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，適後若有變更時，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。