



2024/8/13

產業類別	汽車零組件		
投資建議	買進		
收盤價	NT\$ 101.00	目標價	NT\$ 130.00

本次報告：法說會

## 交易資料

潛在報酬率 (%)	28.71
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	86.40-139.09
市值 (NT\$百萬元)	11640
市值 (US\$百萬元)	359
流通在外股數 (百萬股)	115.00
董監持股 (%)	10.95
外資持股 (%)	50.20
投信持股 (%)	0.00
融資使用率 (%)	4.07

## 財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	7,931
ROA (%)	3.93
ROE (%)	6.4
淨負債比率 (%)	37.86

## 公司簡介

智伸科為國內機加工製造商，業務主要為汽車、醫療、半導體、工業及光學產品等精密金屬零件生產。主要產品包括汽車剎車安全系統(ABS/ESC)、引擎節能系統(GDI/汽油高壓泵浦)、變速箱系統(DCT)等精密零件。2Q24 產品應用比重為汽車 61%、電子 14%、醫療 8%、運動 13%及其他 4%。

主要客戶：BWA(含 Delphi)、ZF、Bosch、Continental

主要競爭對手：

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

## 智伸科 (4551 TT)

黎明將至

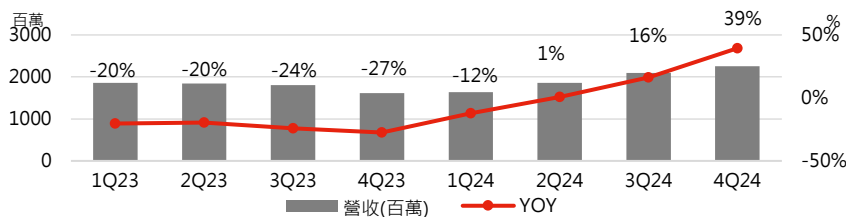
### 永豐觀點

醫療及電子拉貨動能增強，有望帶動產品組合轉佳。展望 2H24 營運動能轉強，目前評價具吸引力。

### 投資評價與建議

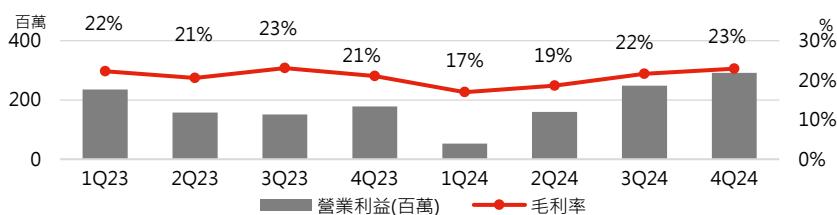
**調升為買進建議：**(1) 先前一直低迷的醫療業務終於將在 2H24 迎來轉機，在庫存調整告一段落後，下半年訂單將恢復正常、營收有望年增 50%。(2) 電子業務受惠全球雲端儲存與運算需求持續增加，主要客戶展望樂觀等，2Q24 已見拉貨轉強，下半年將保持強勁動能。(3) 汽車 Q3 為相對淡季，但 Q4 將迎來旺季，且 4Q23 基期較低，下半年成長率可期。(4) 半導體事業 2024 年積極認證、量產、爬坡，今年有望成長 50%以上，2025 年有望翻倍成長，營收佔比達 10%。綜合以上。預估 2024、2025 年總營收 78.4、90.4 億元(+10%、+15%YoY)、毛利率 20.30%、23.67%、營業利益 7.5、12.2 億元(+4%、+63%YoY)，稅後淨利 7.5、9.4 億元(+46%、+24%YoY)，稅後 EPS 6.54、8.13 元。目前評價約當交易於 12.4X2025 年 EPS，評價偏低，看好智伸科營運動能即將轉強，評價有望提升，本次調升為買進建議，目標價 130 元(16X\*2025 EPS 8.13 元)。

### 近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

### 近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

## 營運現況與分析

**智仲科為國內精密金屬加工廠商：**智仲科為國內機加工製造商，業務主要為汽車、醫療、半導體、工業及光學產品等精密金屬零件生產。主要產品包括汽車剎車安全系統(ABS/ESC)、引擎節能系統(GDI/汽油高壓泵浦)、變速箱系統(DCT)等精密零件，工廠集中在中國東莞及嘉善兩地，智仲科的汽車客戶以 OEM 的 Tier 1 供應商為主，如 BWA(含 Delphi)、ZF、Bosch、Continental，營收比重約在 10~15% 左右。2Q24 產品應用比重為汽車 61%、電子 14%、醫療 8%、運動 13% 及其他 4%；生產基地位於包含浙江嘉善廠(營收占比約 43.14%)、浙江嘉興廠(7.02%)、桃園楊梅廠(30.79%)及廣東東莞廠(19%)。

表一：智仲科主要產品分類

	主要生產產品	2Q24 營收占比	2Q23 營收占比	2Q24 營收 YoY	2Q24 營收 QoQ
汽車	-缸內直噴(GDI) -自動變速箱(AT) -雙離合器變速器(DCT) -電動馬達散熱	61%	64%	-4%	+3%
運動	-高性能登山車、越野車避震器、座管及肩蓋等相關料件	13%	9%	+52%	+26%
電子資訊	-雲端及高容量硬碟精密零件	14%	9%	+52%	+17%
醫療	-外科手術及骨科相關之醫療零件	8%	16%	-49%	+226%
其他	-主要為半導體設備流量控制器系統	4%	2%	+72%	-5%

資料來源：智仲科，永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

圖一：智仲科主要產品



資料來源：智仲科，Aug. 2024

**2Q24 財報公布：**2Q24 營收 18.55 億元(+13.4%QoQ、+0.9%YoY)，毛利率 18.59%，年減約 2 個百分點，主因為高毛利的醫療業務仍受到客戶調整庫存影響，佔比較去年同期低 8 個百分點所致，不過醫療業務已逐步復甦，2Q24 醫療營收季增 226%。本季費用率控制得當，壓在 10%以內，優於預期，彌補毛利率低於預期，營益率 8.64%，本業略優於研究處預估 5.5%，略低於市場平均預估 2.3%。稅後淨利 1.7 億元(+28.6%YoY)，稅後 EPS 1.48 元。排除業外因素，研究處認為 2Q24 財報公布後，已見毛利率復甦，以及費用率優於預期，再加上 7 月營收公布成長強勁，緩解市場對醫療、電子等業務的疑慮，2H24 營運動能向上，評價有望提升。

表二：智仲科 2Q24 年財務數字與預估值差異

百萬元	2Q24 (實際數)	2Q24 (永豐預估)	2Q24 (市場預估)	與永豐預估 差異(%)	與市場共識 差異(%)
營業收入	1,855	1,905	1,854	-2.60%	0.09%
營業毛利	345	362	372	-4.72%	-7.39%
營業利益	160	152	164	5.46%	-2.26%
稅前淨利	225	154	172	45.90%	31.01%
稅後淨利	170	119	130	42.94%	30.84%
每股盈餘(元)	1.48	1.03	1.13	42.94%	30.84%
Margin (%)					
營業毛利率	18.59%	21.80%	20.09%		
營業利益率	8.64%	10.99%	8.85%		
稅後淨利率	9.17%	8.53%	7.01%		

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Aug. 2024

1. 汽車：全球市場對 HEV 需求越來越高，持續挹注營收。而今年電動車(BEV、PHEV)因基期低且新專案陸續貢獻，成長性將最高，新產品如空氣懸吊(華為 M9、小米 su7、長安等車型中頂配的車將搭載)、安全系統(主要客戶為 T1 國際大廠如 bosch、continental 等，2025 年放量更加明顯)、自動駕駛(2H24 開始出貨，做雷達精密零部件，主要客戶為 T1 國際大廠如 bosch)。預估 2024、2025 年汽車營收皆有望成長 10%。
2. 醫療：自 2023 年以來表現持續不如原先強勁的預期，主因係原有大客戶進行庫存去化、放緩拉貨，1Q24 調整最大，營收大幅衰退逾 8 成，而 2Q24 在既有客戶的新產品出貨中，從原本單一產品的關鍵零組件，擴展至完整產品的製作，該產品於第二季逐步進入量產，推升 2Q24 醫療營收季增 226%，展望 2H24，除了既有客戶需求庫存告一段落外，新進客戶也將預計於 4Q24 開始拉貨，預估 2H24 營收大幅增長 50%，彌補上半年大幅衰退的部分，全年營收約年增 1%。醫療產品線將持續橫向拓展產品適應症、增加一次性產品等，且有更多新客戶將陸續通過認證，預計 2025~2026 年醫療業務成長將大爆發，維持每年複合增長率 50%的展望，屆時將成為第二大營收比重的事業部，並成為貢獻最多獲利的部門。目前除了台灣廠以外，墨西哥也會加大投資。
3. 電子：庫存於 1Q24 調整告一段落，受惠全球雲端儲存與運算需求持續增加，主要客戶展望樂觀等，2Q24 已見拉貨轉強，營收提升至 2.6 億元(+17%QoQ、+52%YoY)，下半年將保持強勁動能，全年預估+20%YOY 以上(前次預估+10~20%YoY)。參考其電子業務最大客戶 S 客戶近期的財報數據及展望顯示，其 FY4Q24 已連續三個季度呈季增長，其傳統雲端運算工作負載和新的人工智能智慧相關部署均有所增加，顯示需求已反彈並進入上升循環，且受惠定價能力增強、大容量硬碟比重提升等正面因子，推動其毛利率轉強。智仲科亦表示與該主要客戶共同開發新技術升級產品的腳步持續加快，將為智仲科今年下半年

營運增添新動能。

4. 運動：已感受到客戶下單回溫，再加上新品陸續放量，以訂單角度來看全年將年增長 10~20%。
5. 半導體：2024 年積極認證、量產、爬坡，預估 2024 年營收+50%YOY，2025 年有望達 10%以上營收佔比，2026 年其獲利貢獻會高於營收貢獻。未來幾年將主要投資醫療跟半導體，其產品附加價值較高。

**期待 2H24 年營運撥雲見日，2025 年迎來大爆發：**醫療、電子事業體的營運已明確回溫，且汽車事業體在新能源車相關關鍵零組件順利出貨，再加上高毛利的半導體業務持續大幅增長，推升營運規模穩健放大外，整體產品組合也將持續轉佳。綜合以上。預估 2024、2025 年總營收 78.4、90.4 億元(+10%、+15%YoY)、毛利率 20.30%、23.67%、營業利益 7.5、12.2 億元(+4%、+63%YoY)、稅後淨利 7.5、9.4 億元(+46%、+24%YoY)、稅後 EPS 6.54、8.13 元。目前評價約當交易於 12.4X2025 年 EPS，評價偏低，看好智仲科營運動能即將轉強，評價有望提升，本次調升為買進建議，目標價 130 元(16 X\*2025 EPS 8.13 元)。

表三：智仲科 2024 財務數字預估值修正

百萬元	2024 年(F) (調整後)	2024 年(F) (調整前)	差異(%)	調整說明	2025 年 (預估)
營業收入	7,840	7,712	1.67%	電子業務復甦優於預期	9,035
營業毛利	1,591	1,603	-0.72%		2,138
營業利益	753	737	2.11%	費用率控制優於預期	1,224
稅前淨利	993	915	8.49%	反映 2Q24 業外收入高於預期	1,232
稅後淨利	754	702	7.36%		937
每股盈餘(元)	6.54	6.09	7.36%		8.13
Margin (%)					
營業毛利率	20.30%	20.79%			23.67%
營業利益率	9.60%	9.56%			13.55%
稅後淨利率	9.61%	9.10%			10.37%

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Aug. 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	1,636	1,855	2,094	2,255	7,840
營業毛利	278	345	453	515	1,591
營業利益	53	160	248	292	753
稅前淨利	227	225	248	293	993
稅後純益	172	170	189	223	754
稅後 EPS (元)	1.50	1.48	1.64	1.92	6.54
營收 QoQ 成長率	1.18	13.39	12.88	7.69	--
營收 YoY 成長率	-12.09	0.86	16.14	39.46	10.10
毛利率	16.96	18.59	21.63	22.88	20.29
營益率	3.26	8.64	11.84	12.90	9.60
稅後純益率	10.54	9.17	9.03	9.84	9.62

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Aug. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	8,814	9,235	7,122	7,840	9,035
%變動率	23.10	4.78	-22.88	10.08	15.24
營業毛利	2,434	2,505	1,548	1,591	2,138
毛利率 (%)	27.61	27.12	21.73	20.29	23.66
營業淨利	1,552	1,630	722	753	1,224
稅前淨利	1,570	1,829	709	993	1,232
%變動率	50.98	16.50	-61.22	40.06	24.07
稅後純益	1,203	1,405	516	754	937
%變動率	79.02	16.83	-63.32	46.12	24.27
稅後 EPS * (元)	10.47	12.20	4.47	6.54	8.13
市調 EPS * (元)	10.81	12.47	5.84	6.71	--
PER (x)	9.65	8.28	22.60	15.42	12.42
PBR (x)	1.60	1.42	1.47	1.40	1.33
每股淨值 * (元)	63.19	71.08	68.84	72.36	76.07
每股股利 (元)	5.00	6.00	2.50	--	--
殖利率 (%)	3.05	4.31	2.00	--	--

\* 以目前股本計算

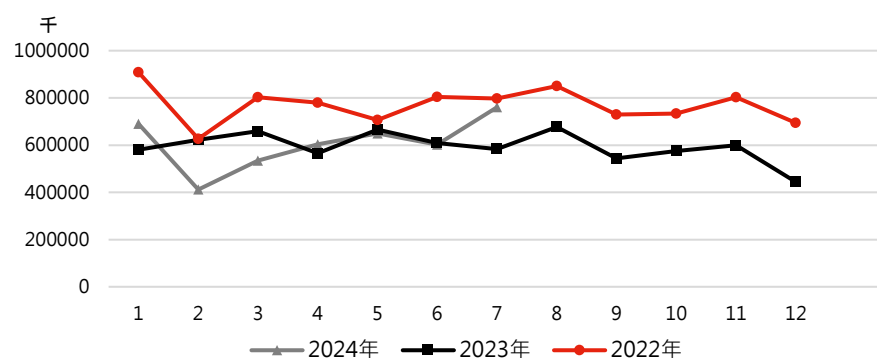
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理・Aug. 2024

## 營運基本資料

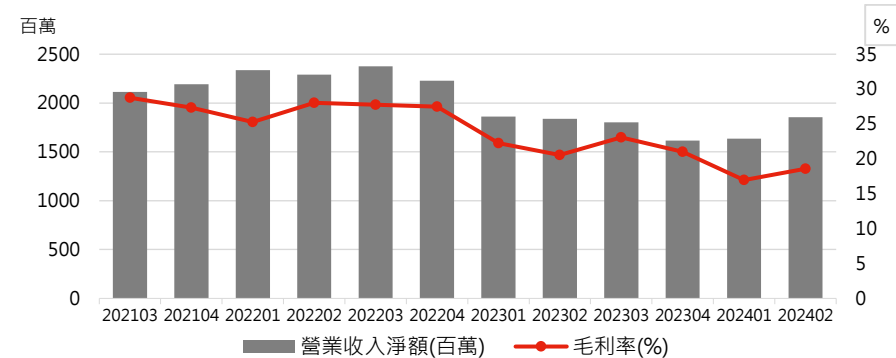
### 同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

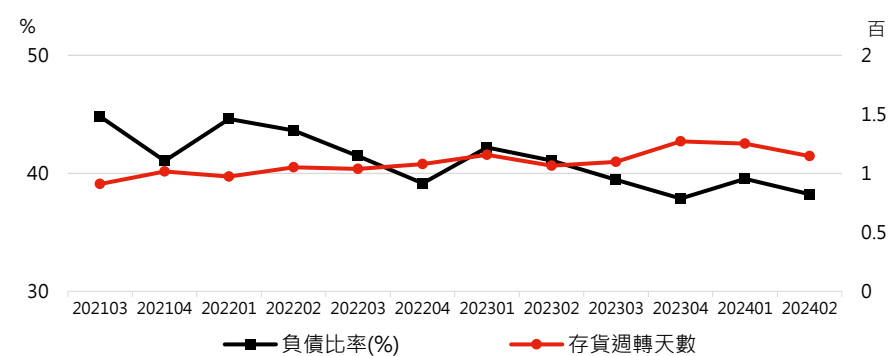
### 近三年單月營收狀況



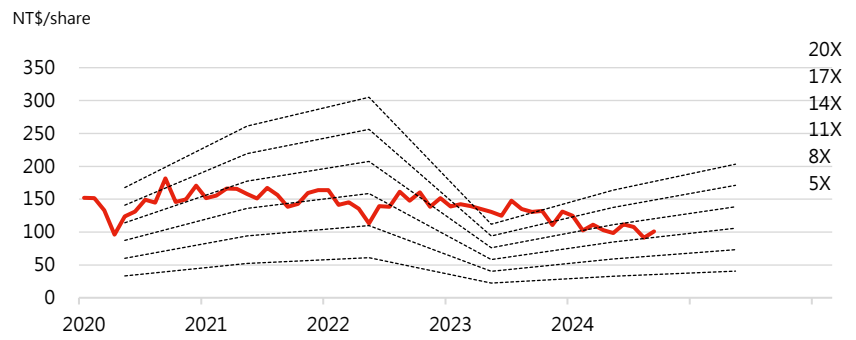
### 近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



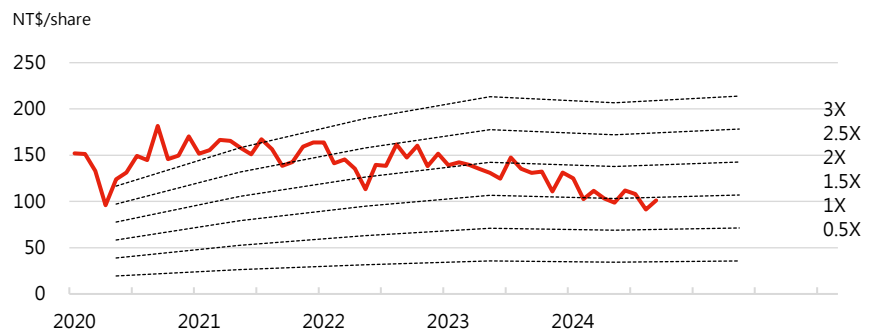
### 負債比率 VS 存貨周轉天數



## 歷史 PE 圖



## 歷史 PB 圖



---

臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

---

#### 責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

---

#### SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤



---

**Analyst Certification:**

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

**SinoPac Research Stock Rating System:**

**Buy:** We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

**Neutral:** We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

**Sell:** We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

**Global Disclaimer:****Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

**Ownership and Material Conflicts of Interest**

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

**Compensation and Investment Banking Activities**

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

**Additional Disclosures**

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.