

智伸科 (4551 TT) Global PMX

2Q24 已見去化庫存結束重啟拉貨，各產品線將逐季回溫

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$120.0

收盤價 (2024/08/12)：NT\$101.0
隱含漲幅：18.8%

營收組成 (2Q24)

運動 13%、汽車 61%、電子 14%、醫療 8%、其他 4%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	120.0	102.0
2024年營收 (NT\$/十億)	7.9	7.9
2024年EPS	6.3	5.7

交易資料表

市值	NT\$11,640百萬元
外資持股比率	50.2%
董監持股比率	10.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$71.96
負債比	38.2%
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	9,235	7,122	7,891	8,838
營業利益	1,630	722	718	1,108
稅後純益	1,405	516	722	863
EPS (元)	12.20	4.47	6.27	7.51
EPS YoY (%)	16.5	(63.3)	40.0	19.8
本益比 (倍)	8.3	22.6	16.1	13.5
股價淨值比 (倍)	1.4	1.5	1.4	1.4
ROE (%)	18.2	6.4	8.7	10.0
現金殖利率 (%)	5.9%	2.5%	3.1%	4.4%
現金股利 (元)	6.00	2.50	3.13	4.39

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 各產品線已見運動/電子去化庫存結束後重啟拉貨，EPS 1.48 元，季減 1.4%/年增 28.4%，優於預期 62.2%。

◆ 電子/醫療重啟拉貨，估 3Q24 營收至 21.3 億元，季增 14.7%，年增 17.9%，EPS 1.61 元，季增 9%/年增 6%，上修 1%。

◆ 2024/2025 年各產品別皆具動能，調高智伸科至「買進」評等，以 2H24-1H25 EPS 6.6 元及本益比 18 倍推得目標價 120 元。

智伸科 2Q24 營收符合預期，獲利優於元大預期 62.2%

智伸科 2Q24 營收 18.6 億元，季增 13.4%/年增 0.8%，2Q24 產品組合方面，汽車 61%/運動 13%/電子 14%/醫療 8%，分別季增 3%/26%/17%/226%。各產品線已見運動/電子去化庫存結束後重啟拉貨，醫療方面主因既有客戶產品於 2Q24 進入量產，因此整體表現已較 1Q24 回升。獲利方面，毛利率 18.6%，符合預期，不過費用率降低至長期目標 10%以下，使營業利益 1.6 億元，季增 200%/年增 1.2%。稅後獲利因業外貢獻約 6,400 萬，因此整體稅後獲利 1.7 億元，季減 1.4%/年增 29%，EPS 1.48 元，優於預期 62.2%。

電子/醫療重啟拉貨，微幅上修 3Q24 營收 0.2%

智伸科公告 7 月營收 7.6 億元，月增 26.2%/年增 30.5%，汽車比重約佔 50%，顯示儘管汽車進入傳統暑休期，電子與醫療拉貨動能強，整體營收表現仍可呈月增/年增表現。就此次公司因運動/電子庫存調整結束，且醫療將重啟拉貨，微幅上修 3Q24 營收至 21.3 億元，季增 14.7%，年增 17.9%，上調 0.2%，營業利益 2.4 億元，季增 49.4%，年增 58.5%，上調 1.3%，稅後獲利 1.9 億元，季增 8.8%，年增 5.6%，上調 1.1%，EPS 1.61 元。

給予智伸科「買進」評等，上調目標價至 120 元

2024/2025 年各產品別皆具動能，本中心略微上調 2024 年營收 78.9 億元，年增 10.8%，上調 0.2%，EPS 6.27 元，上調 10.7%；2025 年營收 88.4 億元，年增 12%，上調 1.5%，EPS 7.51 元，上調 2.7%，目前智伸科本益比約為 13.5 倍，約落在汽車零組件本益比 10-20 倍區間中下緣，本中心前次以 2024 年 EPS 及本益比 18 倍進行評價，不過鑑於認為目前已見醫療/電子產品線開始恢復拉貨，2H24 產品組合將較 1H24 改善，最壞情況已過，因此改以 2H24-1H25 EPS 6.6 元，維持本益比 18 倍進行評價，推得目標價 120 元，調高評等至買進。

營運分析

智伸科 2Q24 營收符合預期，獲利優於元大預期 62.2%

智伸科 2Q24 營收 18.6 億元，季增 13.4%，年增 0.8%，與原先估計 18.7 億元相符，2Q24 產品組合方面，汽車 61%、運動 13%、電子 14%、醫療 8%，分別季增 3%、26%、17%、226%。2Q24 各產品線已見運動/電子去化庫存結束後重啟拉貨，醫療方面主因既有客戶產品於 2Q24 進入量產，因此整體表現已較 1Q24 回升。

獲利方面，毛利率 18.6%，符合預期之 18.5%，不過因費用方面公司管控得宜，已將費用率降低至長期目標 10% 以下，使營業利益 1.6 億元，季增 200%，年增 1.2%，優於預期 20.3%。稅後獲利方面因業外貢獻如利息收入及政府補助款，使業外收入總計約 6,400 萬，因此整體 2Q24 稅後獲利 1.7 億元，季減 1.4%，年增 29%，優於預期 63.5%，EPS 1.48 元，優於預期 62.2%。

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	1,840	1,636	1,855	13.4%	0.8%	1,867	1,854	-0.6%	0.1%
營業毛利	378	278	345	24.3%	-8.8%	346	373	-0.3%	-7.4%
營業利益	158	53	160	200.4%	1.2%	133	164	20.3%	-2.3%
稅前利益	174	227	225	-0.9%	29.0%	136	172	65.4%	31.0%
稅後淨利	132	172	170	-1.4%	28.5%	104	131	63.5%	30.3%
調整後 EPS (元)	1.15	1.50	1.48	-1.4%	28.4%	0.91	1.14	62.2%	30.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.6%	17.0%	18.6%	1.6	-2.0	18.5%	20.1%	0.1	-1.5
營業利益率	8.6%	3.3%	8.6%	5.4	0.1	7.1%	8.8%	1.5	-0.2
稅後純益率	7.2%	10.5%	9.2%	-1.4	2.0	5.6%	7.0%	3.6	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

電子主要客戶新品推出，新案將於 3Q24 加入營收貢獻

智伸科為硬式磁碟機工業精密金屬零件製造廠商，電子事業產品主要為傳統硬碟(Hard Disk Drive，HDD)金屬零組件，客戶為龍頭廠商 Seagate，市佔率約 45%。電子中約 85~90%為雲端需求，10~15%為個人硬碟。就此次該客戶投資者會議中指出，目前新案多著重於 AI 伺服器及雲端需求，近期該廠商推出全新 HAMR 硬碟，利用激光加熱硬碟的磁性介質，使數據可以更高密度存儲，該產品壽命長達 7 年以上，優於大多數客戶預期的 4-5 年，同時功耗降低 40%，HAMR 硬碟可以傳輸 6000 小時以上的資料，相當於單個磁頭傳輸 3.2PB，是普通近線硬碟的 20 倍以上。並提供 30TB 的存儲空間，為現有標準 HDD 容量的兩倍左右，此次該廠商投資者會議中指出預計將於 4Q24 進入量產，與智伸科展望相符，因此智伸科也已見電子產品庫存調整結束，偕同新案將加入貢獻下，2024 年電子展望由持平上修至年增 20%。

圖 2：Seagate HAMR 產品



資料來源：Seagate、元大投顧預估

醫療產品重啟拉貨，新案將於 4Q24 開始貢獻

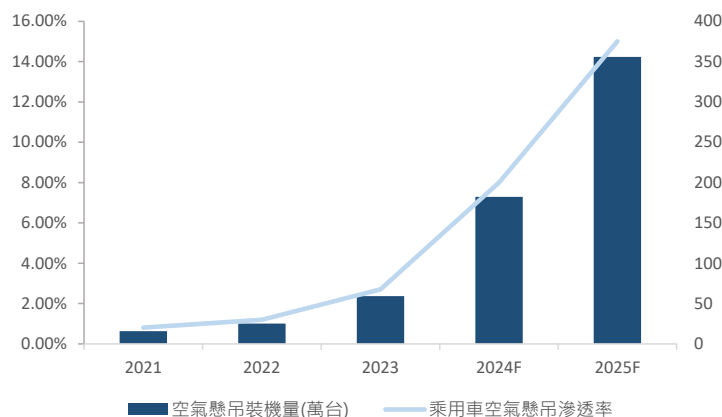
智伸科主要醫療客戶為美國 M 客戶，主要供應腹腔鏡、縫合器具等外科手術產品，2021 年陸續加入微創手術器械、心臟器械、骨科/脊椎等醫療器具，2023 年至 2Q24 明顯受到客戶庫存調整影響，1H24 醫療整體約年減 64%，不過 2Q24 M 客戶開始重啟拉貨，將隨醫用在腹腔鏡、減肥、內窺鏡等各種外科受術類型增加，帶動 2H24 智伸科微創手術拉貨力道恢復，同時輔以該客戶近期投資者會議中論調顯示，2023 年受到中國醫材打貪使中國客戶對醫材需求放緩影響已逐漸緩解，儘管仍有部分帶量採購(指通過大規模採購壓低價格)影響，但整體已見中國需求開始恢復。不過 J 客戶的達文西手術產品仍在認證中，預期 4Q24-2025 年方可通過並加入營收貢獻。不過此次公司僅就 2Q24 醫療營收表現，在 2H24 營運未調整的情況下，將 2024 年醫療營運下修至持平，並給予 2025 年醫療將年增 50% 展望。因此本中心原預估 2024/2025 年醫療營收 10/14.3 億元，年增 10%/43%，並就此次 2Q24 結果調整 2024/2025 年醫療營收至 9.4 億元/14.1 億元，年增 2%/51%。

智伸科布局新能源車安全件，為公司汽車營收注入動能

隨汽車配備升級，消費者對於汽車安全性、穩定性及舒適性要求提升，進而推動車企往汽車懸吊系統做升級。懸吊系統連接車身、底盤與車輪，具減震及支撐的作用，主要緩衝路面不平帶給車架或車身的衝擊力。傳統汽車懸吊系統由彈性元件、減震器、導向等零件組成，又稱被動懸吊；空氣懸吊系統最大差異在於彈性元件升級，並新增電子控制系統與氣泵等零件，又稱主動懸吊。空氣懸吊具備以下優點：1) 根據車速和轉向角度自動調整車身高度，提高車輛操控性與穩定性，高速行駛過彎時更能控制車身；2) 根據路面情況和車速自動調整懸吊硬度，減少車身振動，提供車輛舒適性；3) 高速行駛時空氣彈簧內部的空氣壓力縮小，可降低車身，降低車輛阻力係數，新能源車配備後也能達到降低能耗的目地。

據蓋世汽車研究院數據顯示，目前中國標配車型仍在 35 萬人民幣以上車款，因此 2023 年滲透率僅 2.7%，不過隨新車款發布，配置空氣懸吊的價格帶下移，滲透率有望提升。

圖 3：乘用車空氣懸吊裝機量與滲透率



資料來源：公司法說會資料、元大投顧預估

目前智伸科傳統產品如缸內直噴系統(GDI)、傳統系統雙離合器(DCT)、無段變速器(CVT)等提升車輛燃油效率的關鍵系統仍持續出貨，且 GDI 除了在燃油車的滲透率提升外，混合動力電動車的採用率也會上升，主因大多 HEV 引擎採用精巧設計，也注重燃油效率，智伸科為 Delphi、Continental 等主要業者的供應商。

電子/醫療重啟拉貨，3Q24 營收季增 14.7%、年增 17.9%

智伸科公告 7 月營收 7.6 億元，月增 26.2%，年增 30.5%，汽車比重約佔 50%，顯示儘管汽車進入傳統暑假期，電子與醫療拉貨動能強，整體營收表現仍可呈月增/年增表現。就此次公司因運動/電子庫存調整結束，且醫療將重啟拉貨，本中心微幅上修 3Q24 營收至 21.3 億元，季增 14.7%，年增 17.9%，上調 0.2%，營業利益 2.4 億元，季增 49.4%，年增 58.5%，上調 1.3%，稅後獲利 1.9 億元，季增 8.8%，年增 5.6%，上調 1.1%，EPS 1.61 元。

圖 4：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	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	1,803	1,855	2,127	14.7%	17.9%	2,123	2,099	0.2%	1.3%
營業毛利	416	345	456	32.2%	9.6%	453	471	0.7%	-3.1%
營業利益	151	160	239	49.4%	58.5%	236	250	1.3%	-4.5%
稅前利益	238	225	241	7.1%	1.3%	239	258	0.8%	-6.7%
稅後淨利	175	170	185	8.8%	5.6%	183	197	1.1%	-6.0%
調整後 EPS (元)	1.52	1.48	1.61	8.8%	5.7%	1.59	1.71	1.0%	-6.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	23.1%	18.6%	21.4%	2.9	-1.6	21.3%	22.4%	0.1	-1.0
營業利益率	8.4%	8.6%	11.2%	2.6	2.9	11.1%	11.9%	0.1	-0.7
稅後純益率	9.7%	9.2%	8.7%	-0.5	-1.0	8.6%	9.4%	0.1	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

電子/醫療新案將延續至 2025 年，上調 2024/2025 年營運預估

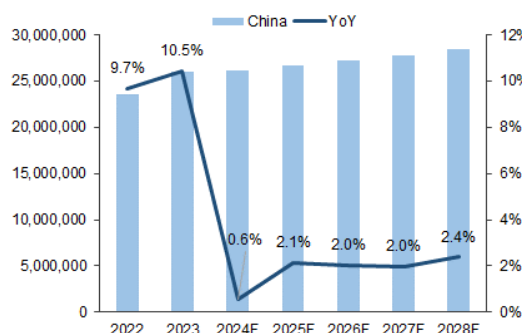
綜合上述對於電子客戶展望新品將於 4Q24 進入量產，據智伸科供貨經驗，新品更換動能將延續 4-6 個季度，因此 2025 年將持續貢獻營收；另醫療方面隨新客戶及新案加入後，2025 年將明顯成長，因此本中心略微上調 2024 年營收 78.9 億元，年增 10.8%，上調 0.2%，毛利率 19.8%，年減 1.9ppts，營業利益 7.2 億元，年減 0.5%，上調 1%，稅後獲利 7.2 億元，年增 40%，上調 10.7%，EPS 6.27 元。

預估 2025 年各產品別運動、汽車、電子、醫療分別年增 1%/6%/11%/51%，2025 年營收 88.4 億元，年增 12%，上調 1.5%，毛利率 22.5%，年增 2.7ppts，毛利上調主因電子及醫療產品屬公司高毛利產品，此次上修電子由年增 5%上修至 11%，及大致維持醫療營收預估，因此將帶動公司毛利率表現，營業利益 11.1 億元，年增 54.3%，上調 2.6%，稅後獲利 8.6 億元，年增 19%，上調 2.5%，EPS 7.51 元。

2024/2025 年全球汽車銷售市場回歸平穩增長

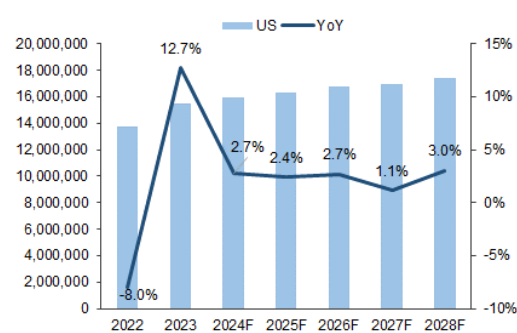
累計至 1H24，中國/美國/歐洲分別年增速 6%/2%/4%，隨 2023 年新車供給進一步提高，且已滿足部分購車需求，因此 2024 年增速已明顯放緩。展望 2024 年，本中心認為 2H24 仍有旺季效果不過增速將不明顯，主因 2H24 基期皆相對較高，1H24 全球車市銷量 4,029 萬輛，年增 5.2%。2025 年方面，研究中心認為全球車市增速為 2.9%，中國隨舊換新政策延續力道，同時自主品牌仍具備競爭力，儘管整體市場進入良幣驅逐劣幣，小型汽車製造商將遭受淘汰，但大者將恆大；歐洲及美國將隨選舉告一段落，消費者對於利率及相關補助政策不確定性疑慮放緩後將回歸增長，估中國/美國/歐洲 2025 年增速 2.4%/3.0%/1.7%。

圖 5：中國汽車銷售量預估(輛)



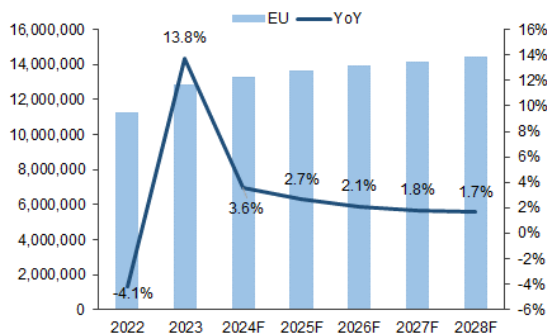
資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 6：美國汽車銷售量預估(輛)



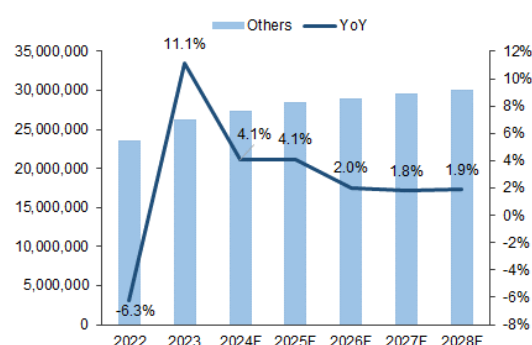
資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 7：歐洲汽車銷售量預估(輛)



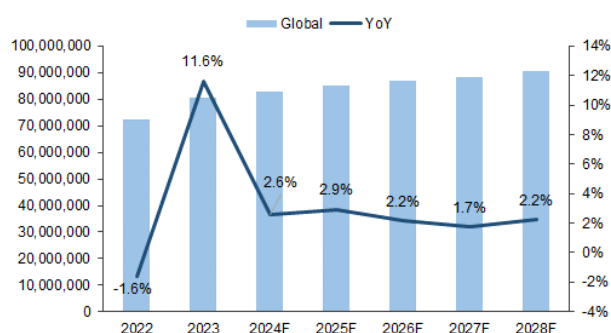
資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 8：其他地區汽車銷售量預估(輛)



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

圖 9：全球汽車銷售量預估 (輛)



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

中國車市-自主品牌發力，新能源滲透率持續提升

1H23 中國歷經國 6a 清庫存，儘管消費者面臨汽車降價使消費者觀望氣氛濃厚，1H24 汽車銷量增速仍受惠低基期而呈高個位數增長表現。展望 2H24，本中心預期中國汽車市場仍會進入傳統產業旺季，2H24 銷量將優於 1H24，同時 4M24 中國商務部公布「推動消費品以舊換新行動方案」後，中國財政部也於 6M24 公佈 2024 年將提撥 64.4 億人民幣用於「以舊換新」中央財政補貼，地方政府補貼 47.5 億人民幣，合計 111.9 億人民幣，預期將逐漸刺激終端汽車銷量。不過，受春季車展後，車企加大促銷力道，部分消費力道已提前釋放，同時觀察中汽協數據，7 月汽車經銷商庫存係數 1.5(低於近五年平均 1.8)，顯示汽車經銷商儲備庫存意願仍低。本中心仍維持 2024 年中國乘用車銷量將持平，2025 年隨政府補助力道延續 (舊換新政策目標 2025 年，實現國三及以下排放標準乘用車加速淘汰，報廢汽車回收量較 2023 年成長 50%；至 2027 年，報廢汽車回收量較 2023 年增加一倍) 及消費力道恢復，估 2025 年銷量將年增 2.1%。

圖 10：中國汽車消費補貼政策

部門/地方政府		補貼政策
中央-	商務部等 14 部門	印發《推動消費品以舊換新行動方案》提出透過加大政策引導支持力度，爭取 2025 年，實現國三及以下排放標準乘用車加速淘汰；報廢汽車回收量較 2023 年成長 50%；至 2027 年，報廢汽車回收量較 2023 年增加一倍，二手車交易量較 2023 年成長 45%。具體來看，（1）對報廢高排放乘用車或符合資格的新能源乘用車，併購買符合節能要求或新能源汽車的消費者給予定額補貼；（2）金融機構可自主確定自用汽車貸款首付比例；（3）完善充（換）電、停車、智慧交通等基礎設施；（4）實施二手車交易反向開票政策；（5）推廣上門收車服務模式。
	中央人民銀行、 國家金融監督管理總局	自用傳統動力汽車、自用新能源汽車貸款最高發放比例由金融機構自主決定；鼓勵金融機構結合新車、二手車、汽車以舊換新等細分場景，加強金融產品和服務創新，適當減免汽車以舊換新過程中提前結清貸款產生的違約金，更好支持合理汽車消費需求。
	財政部	中央財政重點支持推動汽車以舊換新。對報廢高排放乘用車或符合資格的新能源乘用車，併購買符合節能要求或新能源汽車的消費者給予定額補貼。堅持中央財政和地方政府連動，補貼資金由中央財政和地方財政按比例分擔。
地方	廣東	推出《廣東省推動大規模設備更新和消費品以舊換新實施方案》，提出到 2027 年廣東報廢汽車年規範回收拆解量 80 萬輛左右，二手車年交易量超 400 萬輛。同時，鼓勵汽車生產、經銷業者透過進行促銷活動、發放換新補貼、贈送充電樁等形式提供購車優惠讓利
	上海	購買國六 b 排放標準的燃油小客車新車，報廢或轉讓（不含變更登記）國五及以下排放標準非營業性燃油小客車，給予一次性 2800 元購車補貼
	南京	購買 10 萬元（含）-30 萬元燃油車新車補貼 1,000 元/輛，購買 10 萬元（含）-30 萬元新能源車新車補貼 2,000 元/輛；購買 30 萬元（含以上）燃油車新車補貼 3,000 元/輛，購買 30 萬元（含以上）新能源車新車補貼 4,000 元/輛；如參與以舊換新，在購買新車基礎上疊加 1,000 元/輛。新車補貼和疊加的以舊換新補貼金額總量為 1 億元
	蘇州	購買 10 萬元（含）-30 萬元燃油車新車補貼 3,000 元/輛，購買 30 萬元（含）以上燃油車新車補貼 5,000 元/輛；購買 30 萬元以下的新能源車新車補貼 4,000 元/輛，購買 30 萬元（含）以上的新能源車新車補貼 5000 元/輛。以舊換新補貼金額總量為 5000 萬元
	濟南	非營利乘用車以舊換新，可申請一次性政府補貼，金額共 5,000 萬元，單人可享補貼金額最高為 5,000 元

資料來源：中國地方性政府、中汽協、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

本中心認為 2024/2025 年各產品別皆具動能，1) 運動/電子庫存調整已結束，同時電子客戶新品將為智伸科電子產品線新動能，據公司歷史經驗新品更換潮通常持續 4-6 個季度，除庫存調整結束外將加入新品貢獻。2) 醫療於 2Q24 已見落底回溫，預期 2H24 醫療新案將陸續加入貢獻，而醫療屬公司高毛利產品，有利於 2H24 本業表現。3) 汽車方面，以往公司供應傳統燃油車產品，目前中國市場已見燃油車持續衰退，惟公司切入空氣懸吊零組件 Tier2 供應商，終端對應問界 M9 與小米 SU7。同時，供應長安、長城、理想汽車安全感應零件，新能源車將持續貢獻營收。

本中心預估 2024 年營收 78.9 億元，年增 10.8%，上調 0.2%，毛利率 19.8%，年減 1.9ppts，營業利益 7.2 億元，年減 0.5%，上調 1%，稅後獲利 7.2 億元，年增 40%，上調 10.7%，EPS 6.27 元。

預估 2025 年各產品別運動、汽車、電子、醫療分別年增 1%/6%/11%/51%，2025 年營收 88.4 億元，年增 12%，上調 1.5%，毛利率 22.5%，年增 2.7ppts，毛利上調主因電子及醫療產品屬公司高毛利產品，此次上修電子由年增 5%上修至 11%，及大致維持醫療營收預估，因此將帶動公司毛利率表現，營業利益 11.1 億元，年增 54.3%，上調 2.6%，稅後獲利 8.6 億元，年增 19%，上調 2.5%，EPS 7.51 元。

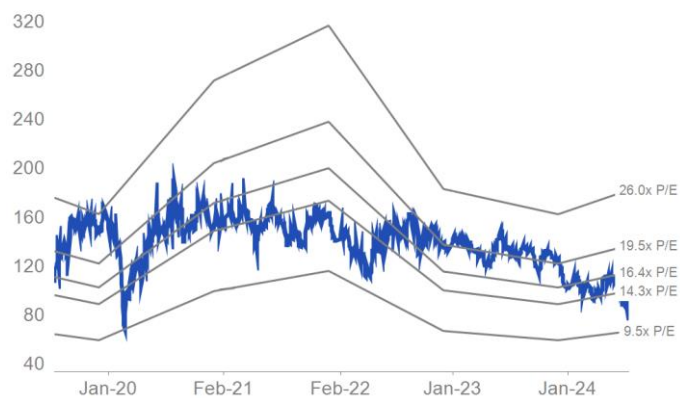
評價方面，目前智伸科本益比約為 13.5 倍，約落在汽車零組件本益比 10-20 倍區間中下緣，本中心前次以 2024 年 EPS 及本益比 18 倍進行評價，不過鑑於目前已見醫療/電子產品線開始恢復拉貨，2H24 產品組合將較 1H24 改善，最壞情況已過，因此改以 2H24-1H25 年 EPS 6.6 元及維持本益比 18 倍進行評價，推得目標價 120 元，將評等由前次「持有-超越同業」上修至「買進」。

圖 11：2024 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	7,891	7,877	8,838	8,705	0.2%	1.5%
營業毛利	1,565	1,558	1,991	1,949	0.4%	2.2%
營業利益	718	711	1,108	1,080	1.0%	2.6%
稅前利益	947	854	1,127	1,099	10.9%	2.5%
稅後淨利	722	652	863	842	10.7%	2.5%
調整後 EPS (元)	6.27	5.66	7.51	7.31	10.7%	2.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.8%	19.8%	22.5%	22.4%	0.1	0.1
營業利益率	9.1%	9.0%	12.5%	12.4%	0.1	0.1
稅後純益率	9.2%	8.3%	9.8%	9.7%	0.9	0.1

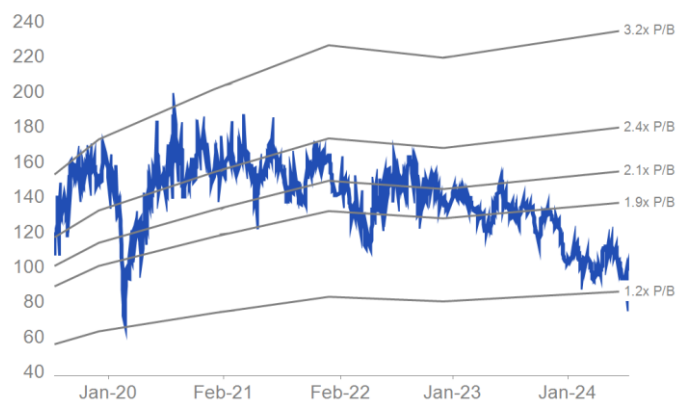
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 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 14：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
智伸科	4551 TT	買進	101.0	363	4.47	6.27	7.51	22.6	16.1	13.5	(63.3)	40	19.8
國內同業													
健和興	3003 TT	未評等	82.5	373	3.49	--	--	23.6	--	--	(39.3)	--	--
和大	1536 TT	未評等	64.0	539	1.17	2.51	2.56	54.7	25.5	25.0	(47.6)	114.0	2.2
為升	2231 TT	未評等	107.0	476	3.15	--	--	34.0	--	--	(29.6)	--	--
貿聯	3665 TT	買進	386.0	2,048	14.37	20.07	27.38	26.9	19.2	14.1	(41.7)	39.7	36.4
胡連	6279 TT	買進	153.0	467	9.24	12.50	13.42	16.6	12.2	11.4	(7.9)	35.2	7.4
皇田	9951 TT	未評等	67.4	159	5.77	5.31	5.56	11.7	12.7	12.1	4.9	(8.0)	4.7
宇隆	2233 TT	未評等	137.5	241	8.86	--	--	15.5	--	--	(14.2)	--	--
東陽	1319 TT	持有-超越同業	90.5	1,634	5.10	7.04	7.39	17.7	12.9	12.2	40.4	37.8	5.1
國內同業平均					6.4	9.5	11.3	25.1	16.5	15.0	(16.9)	43.7	11.2

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 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
智伸科	4551 TT	買進	101.0	363	6.4	8.7	10.0	68.84	71.96	75.07	1.5	1.4	1.4
國內同業													
健和興	3003 TT	未評等	82.5	373	8.86	--	--	40.2	40.2	--	2.1	2.1	--
和大	1536 TT	未評等	64.0	539	3.7	5.9	7.6	31.2	32.6	34.3	2.1	2.0	1.9
為升	2231 TT	未評等	107.0	476	10.7	--	--	29.9	--	--	3.6	--	--
貿聯	3665 TT	買進	386.0	2,048	7.6	13.9	17.6	152.4	150.5	176.6	2.5	2.6	2.2
胡連	6279 TT	買進	153.0	467	15.9	19.7	19.2	60.9	65.2	71.2	2.5	2.3	2.1
皇田	9951 TT	未評等	67.4	159	12.4	10.6	10.6	48.1	48.1	--	1.4	1.4	--
宇隆	2233 TT	未評等	137.5	241	15.2	--	--	59.3	--	--	2.3	--	--
東陽	1319 TT	持有-超越同業	90.5	1,634	12.3	14.8	15.3	43.0	46.1	49.1	2.1	2.0	1.8
國內同業平均					10.9	13.0	14.1	58.1	63.8	82.8	2.3	2.0	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

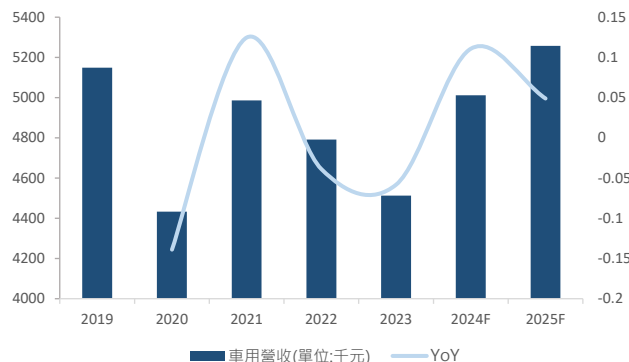
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,636	1,855	2,127	2,272	1,914	2,207	2,335	2,381	7,891	8,838
銷貨成本	(1,359)	(1,510)	(1,671)	(1,786)	(1,513)	(1,722)	(1,789)	(1,823)	(6,326)	(6,847)
營業毛利	278	345	456	487	401	485	547	558	1,565	1,991
營業費用	(224)	(213)	(217)	(236)	(186)	(216)	(236)	(245)	(847)	(882)
營業利益	53	160	239	250	215	270	311	313	718	1,108
業外利益	174	65	2	4	4	6	3	6	229	19
稅前純益	227	225	241	254	219	276	314	319	947	1,127
所得稅費用	(55)	(55)	(57)	(59)	(51)	(65)	(73)	(75)	(225)	(264)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	172	170	185	194	167	211	240	244	722	863
調整後每股盈餘(NT\$)	1.50	1.48	1.61	1.69	1.46	1.84	2.09	2.12	6.27	7.51
調整後加權平均股數(百萬股)	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
重要比率										
營業毛利率	17.0%	18.6%	21.4%	21.4%	21.0%	22.0%	23.4%	23.4%	19.8%	22.5%
營業利益率	3.3%	8.6%	11.2%	11.0%	11.3%	12.2%	13.3%	13.1%	9.1%	12.5%
稅前純益率	13.9%	12.1%	11.4%	11.2%	11.4%	12.5%	13.4%	13.4%	12.0%	12.8%
稅後純益率	10.5%	9.2%	8.7%	8.6%	8.8%	9.6%	10.3%	10.3%	9.2%	9.8%
有效所得稅率	24.0%	24.4%	23.7%	23.2%	23.3%	23.6%	23.2%	23.5%	23.8%	23.4%
季增率(%)										
營業收入	1.2%	13.4%	14.7%	6.8%	-15.8%	15.3%	5.8%	2.0%		
營業利益	-70.1%	200.4%	49.4%	4.6%	-14.0%	25.6%	15.2%	0.6%		
稅後純益	250.6%	-1.4%	8.8%	4.9%	-13.9%	26.3%	13.7%	1.7%		
調整後每股盈餘	250.6%	-1.4%	8.8%	5.0%	-13.7%	26.2%	13.7%	1.7%		
年增率(%)										
營業收入	-12.1%	0.8%	17.9%	40.5%	17.0%	19.0%	9.8%	4.8%	10.8%	12.0%
營業利益	-77.3%	1.2%	58.5%	40.5%	303.6%	68.8%	30.1%	25.2%	-0.5%	54.3%
稅後純益	8.5%	28.5%	5.6%	294.5%	-3.2%	24.1%	29.7%	25.8%	40.0%	19.5%
調整後每股盈餘	8.5%	28.4%	5.7%	295.1%	-3.2%	24.4%	30.1%	26.0%	40.0%	19.8%

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

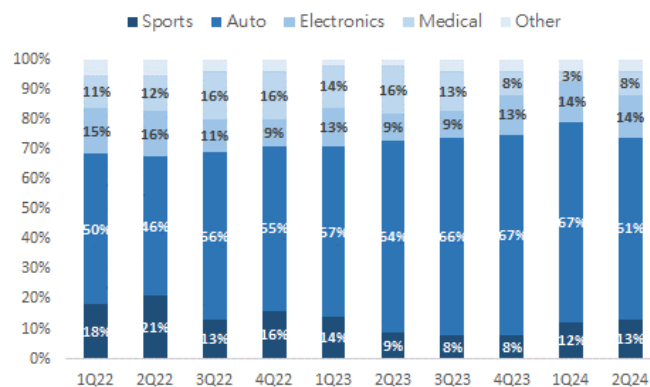
智伸科(4551 TT)設立於 1987 年，為專業之精密金屬零組件加工廠商，主要技術在於數控車床、銑床、車銑複合自動車床、磨床、表面處理等製程研發。公司主要經營汽車產業、硬式磁碟機、醫療器材產業及各種工業產品精密金屬零組件之製造與加工，擁有多元的產品系列。主要生產基地包含浙江嘉善廠(1Q24 營收占比 43.56%)、廣東東莞廠(19%)、桃園楊梅廠(30.28%)、浙江嘉興廠(7.16%)。

圖 17：智伸科車用營收趨勢



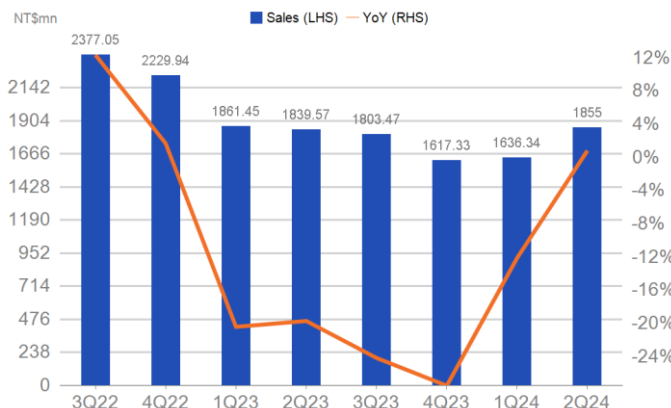
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



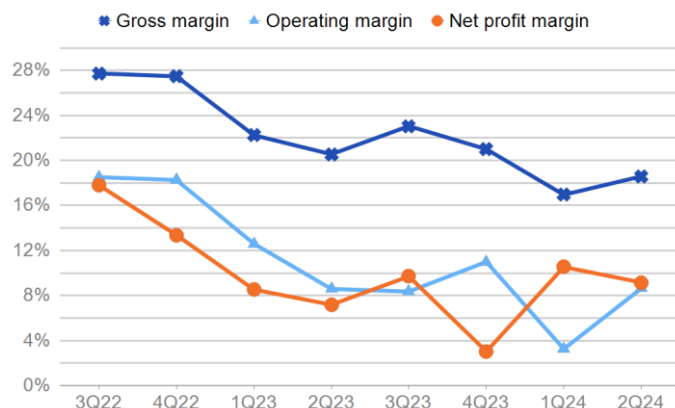
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



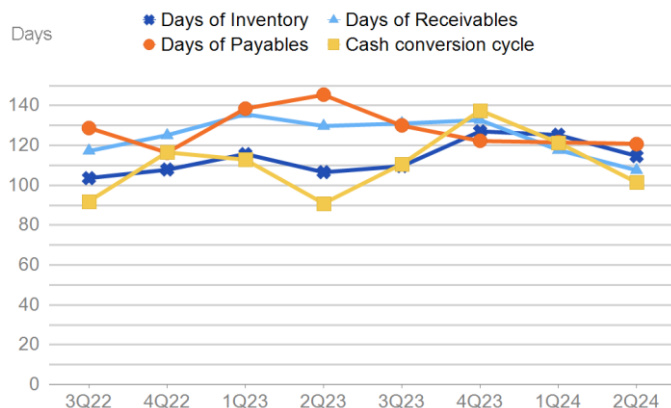
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



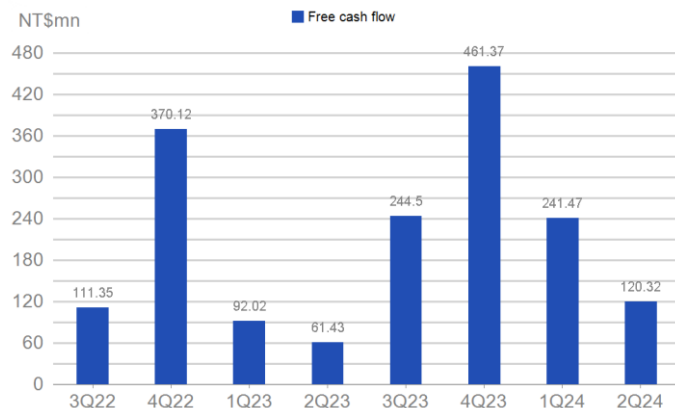
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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：** 智伸科整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微落後的位置，在汽車零件行業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 智伸科的整體曝險屬於中等水準，但仍略落後於汽車零件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、人力資源、公司品管等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 智伸科在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司 ESG 的揭露明顯不足，儘管有採取一定措施管理 ESG 相關問題，但在關鍵領域仍有待改善，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	22.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	37.8
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	74

資料來源：Sustainalytics (2024/8/12)

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)
----------	-----------	------------

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	2,322	2,751	2,848	1,747	2,707
存貨	1,927	1,918	1,884	2,275	2,227
應收帳款及票據	2,349	2,922	2,125	3,409	2,886
其他流動資產	447	357	349	349	349
流動資產	7,045	7,948	7,206	7,781	8,170
採用權益法之投資	0	0	0	2	5
固定資產	4,670	4,898	4,940	4,957	4,935
無形資產	15	11	13	4	1
其他非流動資產	616	602	603	544	486
非流動資產	5,301	5,512	5,557	5,509	5,426
資產總額	12,346	13,460	12,763	13,289	13,596
應付帳款及票據	851	703	611	776	725
短期借款	2,115	2,409	2,348	2,348	2,348
什項負債	1,551	1,557	1,338	1,338	1,338
流動負債	4,517	4,668	4,297	4,462	4,411
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	549	603	536	536	536
長期負債	549	603	536	536	536
負債總額	5,066	5,271	4,832	4,998	4,947
股本	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
資本公積	3,697	3,697	3,697	3,697	3,697
保留盈餘	2,664	3,495	3,316	3,677	4,035
什項權益	(233)	(155)	(234)	(234)	(234)
歸屬母公司之權益	7,280	8,189	7,931	8,291	8,649
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	7,280	8,189	7,931	8,291	8,649

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	1,203	1,405	516	722	863
折舊及攤提	613	651	677	638	684
本期營運資金變動	(358)	(727)	598	(382)	(194)
其他營業資產 及負債變動	117	200	(282)	0	0
營運活動之現金流量	1,575	1,530	1,509	978	1,353
資本支出	(957)	(824)	(650)	(600)	(600)
本期長期投資變動	0	0	0	(2)	(2)
其他資產變動	727	17	57	59	59
投資活動之現金流量	(229)	(806)	(593)	(543)	(543)
股本變動	31	0	0	0	0
本期負債變動	(878)	293	(61)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(461)	(576)	(691)	(361)	(505)
其他調整數	(56)	(27)	(41)	0	0
融資活動之現金流量	(1,363)	(309)	(793)	(361)	(505)
匯率影響數	(7)	16	(26)	0	0
本期產生現金流量	(24)	429	97	73	304
自由現金流量	619	706	859	378	753

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	8,814	9,235	7,122	7,891	8,838
銷貨成本	(6,380)	(6,731)	(5,574)	(6,326)	(6,847)
營業毛利	2,434	2,505	1,548	1,565	1,991
營業費用	(881)	(875)	(826)	(847)	(882)
推銷費用	(254)	(220)	(144)	(173)	(174)
研究費用	(249)	(240)	(211)	(252)	(261)
管理費用	(391)	(404)	(357)	(422)	(435)
其他費用	12	(11)	(114)	0	0
營業利益	1,552	1,630	722	718	1,108
利息收入	7	13	64	65	52
利息費用	(24)	(28)	(48)	(42)	(40)
利息收入淨額	(18)	(15)	16	22	12
投資利益(損失)淨額	0	0	0	(1)	(1)
匯兌損益	(22)	177	(45)	159	0
其他業外收入(支出)淨額	57	37	16	3	7
稅前純益	1,570	1,829	709	947	1,127
所得稅費用	(367)	(424)	(194)	(225)	(264)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,203	1,405	516	722	863
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,208	2,508	1,434	1,356	1,792
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.47	12.20	4.47	6.27	7.51

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	23.1	4.8	(22.9)	10.8	12.0
營業利益	32.0	5.0	(55.7)	(0.5)	54.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	29.1	13.6	(42.8)	(5.4)	32.2
稅後純益	55.9	16.8	(63.3)	40.0	19.5
調整後每股盈餘	67.0	16.5	(63.3)	40.0	19.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.6	27.1	21.7	19.8	22.5
營業利益率	17.6	17.7	10.1	9.1	12.5
稅前息前淨利率	17.5	19.5	9.3	9.1	12.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.1	27.2	20.1	17.2	20.3
稅前純益率	17.8	19.8	10.0	12.0	12.8
稅後純益率	13.7	15.2	7.2	9.2	9.8
資產報酬率	9.8	10.9	3.9	5.1	6.2
股東權益報酬率	18.0	18.2	6.4	8.7	10.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	69.6	64.4	60.9	70.7	61.1
淨負債權益比(%)	(2.8)	(4.2)	(6.3)	(6.9)	(10.2)
利息保障倍數 (倍)	65.2	66.2	15.7	23.5	29.2
流動比率 (%)	156.0	170.3	167.7	163.2	181.4
速動比率 (%)	105.8	122.9	117.8	136.7	133.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(206)	(342)	(500)	(573)	(878)
調整後每股淨值 (NT\$)	63.19	71.08	68.84	71.96	75.07
評價指標 (倍)					
本益比	9.7	8.3	22.6	16.1	13.5
股價自由現金流量比	18.8	16.5	13.5	30.7	15.4
股價淨值比	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.3	4.6	8.1	8.6	6.5
股價營收比	1.3	1.3	1.6	1.5	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

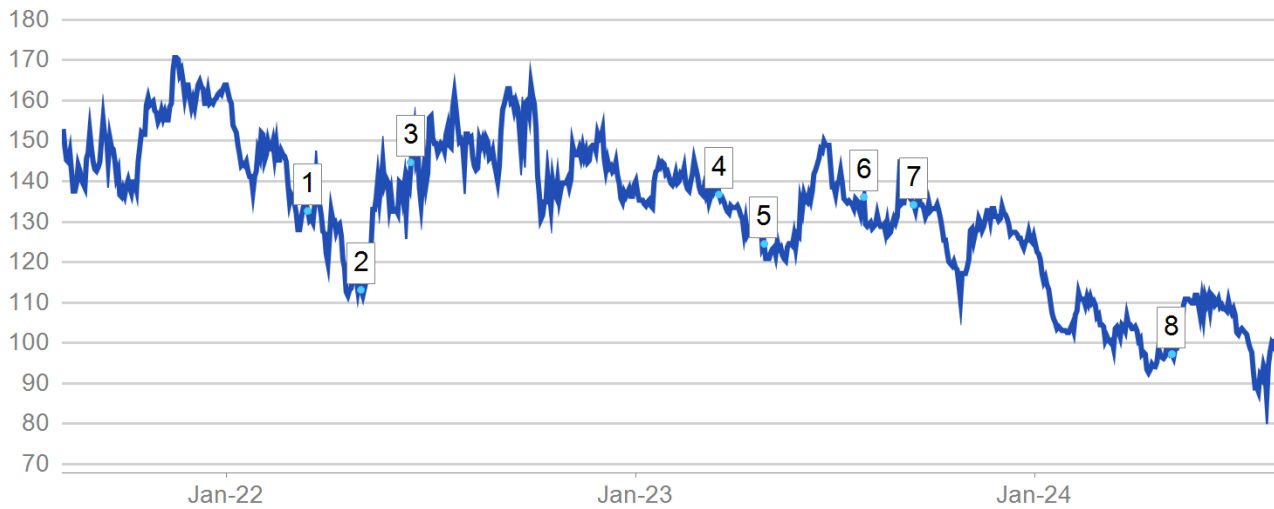
附錄：重要揭露事項

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。

智伸科 (4551 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220323	148.50	205.00	185.56	買進	陳景文
2	20220511	125.00	172.00	155.69	買進	陳景文
3	20220623	153.50	189.00	171.08	買進	陳景文
4	20230328	146.50	201.00	187.66	買進	李昀儒
5	20230510	132.50	170.00	158.72	買進	李昀儒
6	20230807	140.00	164.00	159.52	買進	李昀儒
7	20230918	139.00	141.00	137.15	持有-超越同業	李昀儒
8	20240513	103.00	102.00	99.21	持有-超越同業	何宗祐

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>.