

2024 年 10 月 30 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	242.00 元
目標價	
3 個月	270.00 元
12 個月	270.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

07/31/2024	Trading Buy	308.00
06/28/2024	Buy	329.00
04/24/2024	Trading Buy	295.00
02/21/2024	Neutral	
01/12/2024	已到目標價	

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,606
市值(億元)	631
目前每股淨值(元)	50.47
外資持股比(%)	19.09
投信持股比(%)	3.31
董監持股比(%)	14.10
融資餘額(張)	15,403
現金股息配發率(%)	67.18

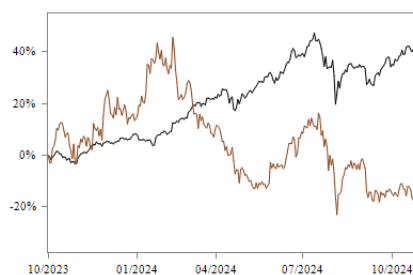
產品組合



- ASIC及晶圓產品:73.88%
- 委託設計:14.41%
- 智財元件及技術權利金:11.71%

股價相對大盤走勢

— 3035 — TWSE



智原(3035 TT)

Trading Buy

期待 2025 年，建議 Trading Buy，目標價 270 元。

投資建議：智原 2024 年 AI 營收貢獻大約佔 7~9%，2025 年應該會呈現數倍成長，成為第一大應用。2025 年 AI 較大的營收貢獻來自新的 AI NRE 及 MP 業務。MP 業務包含 2.5D 封裝及其他邏輯部分，預計 2025 年會進入量產，因此預計 2025 年 AI 業務營收佔比很有可能會達到 20~30%。智原對 2025 年的營收抱持樂觀預期，預期營收 YoY+40%，創歷史新高。從各產品組合的成長動能來看，MP 營收的增長幅度預期最高，其次是 NRE，最後是 IP。預估智原 2025 年稅後 EPS 8.42 元。智原未來成長將由先進製程及先進封裝兩大引擎帶動，帶動 2025 年業績向上，但 2024 年獲利低於原先預期，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 270 元(2025PER32X)。

3Q24 稅後 EPS 1.01 元：智原 3Q24 營收為 28.84 億元，QoQ+8.88%，符合公司原先預估，接近 QoQ+10%。營收比重方面，NRE 佔營收 23%、MP 則佔 62%、IP 則佔 15%。三大產品別皆呈現季增趨勢，IP 和 NRE 營收雙創單季新高。3Q24 MP 量產營收為 17.89 億元，QoQ+7.84%，主因 MCU 需求維持高檔，NRE 營收為 6.49 億元，QoQ+0.62%，主要是 NRE 認列遞延，未能如預期成長 2 位數百分比。高毛利的 IP 營收 4.46 億元，QoQ+29.28%。毛利率方面，受到產品組合的影響，3Q24 整體毛利率較 2Q24 減少 0.76 個百分點至 46.39%。營業費用從 2Q24 的 9.92 億元增加至 10.29 億元。智原 3Q24 稅後 EPS 1.01 元。

預估 4Q24 稅後 EPS 1.01 元：4Q24 營收主要受惠於先進封裝業務進入量產、MCU 需求維持高檔，NRE 和 IP 營收則會衰退，預估智原 4Q24 營收 QoQ+0%。由於 MP 帶動成長，因此預估毛利率將較 3Q24 微幅下滑，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 2H24 單季營業費用約 10 億元，預估 4Q24 稅後 EPS 1.01 元。2024 年稅後 EPS 4.10 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	11,966	11,004	15,228	2,962	2,824	2,579	2,649	2,884	2,892	3,156	3,885	3,935
營業毛利淨額	5,307	5,119	7,089	1,281	1,297	1,200	1,249	1,338	1,333	1,467	1,817	1,833
營業利益	1,956	1,209	2,670	428	457	317	257	309	326	464	691	692
稅後純益	1,589	1,069	2,194	354	320	280	261	264	264	384	569	572
稅後 EPS(元)	6.10	4.10	8.42	1.36	1.23	1.08	1.00	1.01	1.01	1.48	2.18	2.20
毛利率(%)	44.35%	46.52%	46.56%	43.25%	45.92%	46.52%	47.15%	46.38%	46.09%	46.50%	46.78%	46.57%
營業利率(%)	16.34%	10.98%	17.53%	14.46%	16.18%	12.28%	9.70%	10.71%	11.29%	14.70%	17.78%	17.57%
稅後純益率(%)	13.28%	9.71%	14.41%	11.95%	11.32%	10.87%	9.85%	9.15%	9.12%	12.18%	14.64%	14.54%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-8.42%	-8.04%	38.39%	1.56%	-4.68%	-8.68%	2.73%	8.88%	0.25%	9.13%	23.11%	1.30%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-35.25%	-32.75%	105.24%	-14.47%	-9.65%	-12.36%	-6.88%	1.17%	-0.16%	45.85%	47.92%	0.64%

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。

2024 年 10 月 30 日

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，持续提升永續之績效。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。

智原 3Q24 營收 28.84 億元，QoQ+8.88%，稅後獲利 2.64 億元，QoQ+1.17%，稅後 EPS 1.01 元：

智原 3Q24 營收為 28.84 億元，QoQ+8.88%，符合公司原先預估，接近 QoQ+10%。營收比重方面，NRE 佔營收 23%、MP 則佔 62%、IP 則佔 15%。三大產品別皆呈現季增趨勢，IP 和 NRE 營收雙創單季新高。

3Q24 MP 量產營收為 17.89 億元，QoQ+7.84%，主因 MCU 需求維持高檔。MP 產品組合為通訊應用佔 10%、產業用佔 28%、多媒體/消費性電子/電腦週邊佔 7%、AIOT 佔 55%。40nm 以上佔 67%，28nm 以下 33%。3Q24 NRE 營收為 6.49 億元，QoQ+0.62%，主要是 NRE 認列遞延，未能如預期成長 2 位數百分比，不過已連續 3 季達 6 億元以上。NRE 產品分類方面，通訊應用佔 22%、產業用佔 63%、多媒體/消費性電子/電腦週邊佔 4%、AIOT 佔 11%；40nm 以上佔 22%，28nm 以下 78%，預估 2024 年會達 70% 以上。高毛利的 IP 營收 4.46 億元，QoQ+29.28%，營收還是以聯電 foundry IP 為主，其中在 22/28nm IP 主要用智原的 fundamental IP，聯電對 22/28nm 資本支出增加對智原成長有幫助。非聯電的晶圓代工廠也有增加市佔率，royalty fee 佔 IP 50% 收入。

毛利率方面，受到產品組合的影響，3Q24 整體毛利率較 2Q24 減少 0.76 個百分點至 46.39%。營業費用從 2Q24 的 9.92 億元增加至 10.29 億元。業外部份，主要來自匯兌收益，智原 3Q24 稅後獲利 2.64 億元，QoQ+1.17%，稅後 EPS 1.01 元。

現金部位為 83 億新台幣，較 2Q24 減少 15.8 億，主要用於發放現金股利和投資一家韓國公司。

先進封裝開始量產，預估 4Q24 4Q24 營收為 28.92 億元，QoQ+0.25%，稅後淨利 2.64 億元，QoQ-0.16%，稅後 EPS 1.01 元：

4Q24 營收主要受惠於先進封裝業務進入量產、MCU 需求維持高檔，NRE 和 IP 營收則會衰退，預估智原 4Q24 營收 QoQ+0%。NRE 營收下滑，因為部分 NRE 業務收入因專案時程調整而遞延至 2025 年認列，這些遞延認列

2024 年 10 月 30 日

的 NRE 項目包括 FinFET 金額較大的專案，DIS Design server 案子也延後。IP 業務也將較 3Q24 衰退。

MP 業務方面，先進封裝開始量產，這是第一次和封測廠合作，後續運作會更順利，也有利毛利率，未來成長動能可期。MCU 需求在 3Q24 維持高檔，帶動 MP 業務的營收增長。預計 MCU 需求在 4Q24 將持續強勁，維持在 4 億以上貢獻，成熟製程產品需求在 2024 年恢復較預期慢，如太陽能，日本 OA 等等。網通原本預期也有幾顆新產品貢獻，但現在也都延後。雖然成熟製程產品的營收貢獻穩定，但需求疲軟可能會抵消部分先進封裝和 MCU 業務的成長動能。由於 MP 帶動成長，因此預估毛利率將較 3Q24 微幅下滑，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 2H24 營業費用約 10 億/季。預估智原 4Q24 營收為 28.92 億元，QoQ+0.25%，稅後淨利 2.64 億元，QoQ-0.14%，稅後 EPS 1.01 元。

2024 年量產方面，3 大應用表現較佳，1)通用型 MCU，從 2023 年開始修正，現階段開始復甦，預期 2024 年營收 YoY+50%。2)公司耕耘智慧型電錶超過 10 年，2024 年標案數量開始回穩，訂單能見度不錯。3)AI 應用，從手上現有訂單推算，AI 營收 2024 貢獻至 7~9%，貢獻最大為 2.5D 封裝量產。AI 應用是 2024 年營收成長的主要動能，應用包含 SoC Chip 與先進封裝，先進封裝領域貢獻較為顯著，目前第 1 個案件進展順利，chiplet 2 顆都是由客人提供，3Q24 尾就會 design win，4Q24 進入量產。OSAT 為最大瓶頸，interposer 為聯電，裡面 die 大概有 9 顆，HBM 是透過智原和 Samsung 採購，有在 4Q24 認列營收。預估智原 2024 年營收為 110.04 億元，YoY-8.04%，稅後獲利為 10.69 億元，YoY-32.75%，稅後 EPS 4.10 元。

智原加入不同聯盟和增加合作夥伴，積極跨入先進製程：

ASIC 在成熟製程跟先進製程決策過程有很大差異，成熟製程是 ASIC DRIVEN，設計風險遠大於製程風險，智原在這個市場耕耘久，自有 IP 和聯電製程能力，每年 NRE 都穩定的增加。先進製程 ASIC，則是晶圓代工廠 DRIVEN，製程風險大於設計風險，客戶選 IC 設計服務公司會先看該公司的代工夥伴。因此智原和不同公司合作，並加入不同平台，以取得更多先進製程的訂單。如和聯電合作 interposer，與華邦電做 3D wafer on wafer 封裝，MRAM 則和力旺合作，CPU 則和 ARM。

DIS 服務

2023 年是智原的 FinFET 元年，智原 IC 後端設計(back-end)服務的新事業體，切入 FinFET 14nm 以下，支援多家晶圓廠 FinFET 製程的晶片實體設計服務(design implementation service)，由客戶指定製程(8nm、7nm、5nm 及更先進製程)及生產的晶圓廠。也就是只有 Backend 設計服務，不提供量產服務，客戶可自行選擇至台積電、Samsung 或 Intel 投片。已設立持股 100% 之新加坡子公司 SINBLE，規模百人以上，將會持續招募新人，不限晶圓代工廠，都會提供設計服務，已經有 12nm、6nm、3nm 相關案子進行。原本 22/28nm 以上只提供 turnkey 服務，沒有單獨 NRE 服務，這部份是和聯電合作，14nm 主要是和 Samsung(005930 KS)合作，也有 8nm 和 6nm 的產品。SINBLE 為保障客戶資訊安全，智原工程師透過專用的機房遠端連線到客戶端，設計資料庫完全由客戶掌控，全程監控錄影管理。也就是只提供 online 服務，沒有提供 EDA 等工具。這將使公司會有新的營收來源，且 OP Margin 高於公司的平均，擴大更多客戶，增加新生意，此佔公司 2022 年 NRE 營收

2024 年 10 月 30 日

5%。現在新客群都在商談中，4Q23 之後開始有 NRE 認列。智原現在手上 40nm 超過 100 顆，28/22 超過 70 顆，這些產品未來都有機會往 FinFET 發展，這都是智原的機會。

與聯電合作

09/12/2023 智原宣布推出其 2.5D/3D 先進封裝服務，會與策略夥伴，包括中介層(Interposer)供應商聯電(2303 TT)、封裝廠等緊密合作。智原通過與聯電以及台資封裝廠商矽品等封測廠的長期合作，使智原能夠支援包括矽通孔(TSV)在內的客製化被動/主動 Interposer 製造，並能夠有效地管理 2.5D/3D 封裝流程。智原對於 Interposer 的需求會進行包括晶片大小、TSV、微凸塊間距和數量、電路佈局規畫、基板、功率分析和熱模擬評估研究，深入解 Chiplets 資訊並評估 Interposer 製造及封裝的可執行性，從而全面提高先進封裝方案的成功率，並在專案的早期階段確保最佳的封裝結構。智原強調，作為一個中立的服務廠商，智原在包含多源晶片、封裝和製造的高階封裝服務上提供更大的靈活性和效率。智原已在先進封裝(2.5D/3D 封裝)切入小晶片(Chiplet)設計，獲得國際客戶相關開案。現在有一些 design win，2.5D 中介層智原可以設計與協助封裝測試，目前有幾個案子在進行。3D WoW(Wafer on Wafer)也正跟記憶體公司合作，在聯電生產邏輯晶片並做 bumping。另外，3D TSV 堆疊晶片有接 N28 案件，也是和聯電合作，並透過智原封測組裝，現在瓶頸在 OSAT 的部份。另外在也有和聯電 N14 合作，智原正在積極開發聯電 N14 的 IP，聯電目前 N14 產能僅 3K 片左右，但對智原研發 IP 並沒有太多影響。

利用 ARM 提升知名度，增加訂單

ARM 釋出全面設計生態系方案結合包括晶圓廠、ASIC 設計服務業者、IP 供應商、電子設計自動化 EDA 工具供應商與韌體開發商等業者，以加速並簡化 ARM Neoverse CSS 架構系統的開發作業，目前案子大都以先進製程 N5 或更先進為主。過去客戶都是和 ARM 買單一個 IP，例如客戶要 CPU，就買 CPU 的 IP；需要 CMN(晶片互聯技術)，就買 CMN IP。然子系統的 CSS，則是將 CPU 和 CMN 整合，做成一個「子系統 IP」賣出去，是一個整合好的 IP，偏向半客製化。ARM 公告其 Neoverse CSS Partner Program 夥伴名單，其中台系半導體業者智原與台積電(2330 TT)等被納入其中。名單內的企業比較像『ARM 推薦』的概念。ARM 的目的是建立一個生態系統，不同的系統有不同的玩家，若 ARM Neoverse 平台之客戶對於周邊 IC/MP 有 IP、Design Service 與 Turnkey 需求，這就是智原的機會，智原透過 ARM 接先進製程的訂單相對容易。智原 2002 年起成為 ARM 架構授權用戶，04/18/2024 也宣布，加入 Arm 車用生態系合作夥伴。智原是採用 ARM 最先進的 Cortex-A720AE 矽智財 IP，來推動 AI 智慧車 ASIC 的開發。

通常 IC 開發可以分 3 個 level，像聯詠和瑞昱等 IC 設計公司，強項在 front-end 的部份，而 CSP 公司非 IC 設計公司，他們需要 front-end 的設計能力，CSP 公司可能會選擇聯詠和瑞昱等公司，不過 ASIC 市場的分類很複雜，產品也很多類，由於市場很大，且智原在 3 個 level 都能提供服務，競爭力仍強，因此暫時對智原影響有限。

加入 Intel 18A 製程開發和 IFS 聯盟

02/05/2024 智原宣布與 Arm 和 Intel(INTC US)合作，基於 Intel 的 18A 製程

2024 年 10 月 30 日

開發 64 核 SoC。此 SoC 將整合 Arm Neoverse 運算子系統(CSS)，為大規模數據中心、邊緣基礎架構和先進的 5G 網路提供卓越的性能和功耗效率，平台(A800)預計 1H25 年推出。ARM SoC 將是智原新一代 SoC 平台的核心，此平台可以協助客戶加速數據中心伺服器及高性能運算(HPC)相關 ASIC 和客製化 SoC 的開發。此外，將進一步整合來自 ARM Total Design 生態系統的周邊 IP，確保在 Intel18A 製程順利進行整合和通過驗證。這一解決方案能簡化 SoC 架構的前端設計流程，從而縮短整個晶片開發週期，預計將於 1H25 推出。此合作案對三方皆有利，利用 ARM Neoverse 工具開發 64 核 SOC 在 Intel 18A 製程，這是一個新的開發 SOC 合作方式，提供客戶新的選擇。但缺點是 1)這是先進製程，開發和光罩費用高，能夠參與開發的廠商數量有限。2)此 A800 平台成本高且尚未量產，良率和 performance 未知，客戶可能不想選擇風險高的方式。對智原而言，可增加一個先進製程合作的夥伴，並能拓展 ARM Neoverse 到新的晶圓代工廠。智原也推出 Neoverse Chiplet，並將 CPU Neoverse N2 升級至 Neoverse N3，NRE 最快在 2025 年貢獻，但毛利率會較差，因為先進製程 IP 是外購。

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。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。

智原認購 CoAsia SEMI Korea Corporation：

智原積極以轉投資方式、完善設計服務，繼年初收購美國 IP 公司 Aragio Solution 後，近期則以投資可轉換 A 種特別股方式，參與 CoAsia SEMI Korea Corporation。此交易案是透過子公司勝邦投資股份有限公司，投資韓國半導體企業 CoAsia SEMI Korea Corporation 可轉換 A 種特別股，投資金額上限為 3,000 萬美元。智原此次認購 CoAsia SEMI Korea Corporation 450,000 股特別股，投資後累積持股比例達 15.8%。智原表示此投資屬於策略性布局，主要在提升公司半導體產業競爭力並開拓海外市場。投資資金來源為自有資金，不會對公司財務造成壓力。此投資約占公司總資產 7.92%，占歸屬母公司業主權益的 7.17%。CoAsia Semi 具有前、後段設計能力，並擁有約 300 多名研發人員，智原可透過其與 Samsung Foundry 合作，提供從設計到銷售、一站式解決方案業務之設計解決方案合作夥伴，且能優先取得 HBM 供應和 interposer 等資源。

預估智原 2025 年營收為 152.28 億元，YoY+38.29%，稅後獲利為 21.94 億元，YoY+105.24%，稅後 EPS 8.42 元：

智原各個產品分類：1)Communication 包括 Network、optical network；2)IOT&Cloud 包括 IOT、SSD、bitcoin、wearable 和 KVM；3)Industrial 包括醫療 medical、Automotive、GPS、POS、smart meter。4)MM/Con/PC 包括 multimedia、consumer 和 PC 週邊相關。

2024 年是智原的重要轉型年，除在製程技術上迅速拓展至 N2，更在先進封裝領域首創垂直分工的商務模式。智原透過整合來自不同供應商或半導體

2024 年 10 月 30 日

廠的小晶片，簡化先進封裝流程，並建立協作平台，為客戶提供統籌設計、封裝和生產的核心服務。這種獨特的商務模式不僅獲得客戶的廣泛認可，也成功推動相關專案進入量產。

2024 年 AI 營收貢獻大約佔 7~9%，2025 年應該會呈現數倍成長，成為第一大應用。2025 年 AI 較大的營收貢獻來自新的 AI NRE 及 MP 業務。MP 業務包含 2.5D 封裝及其他邏輯部分，預計 2025 年會進入量產，因此預計 2025 年 AI 業務營收佔比很有可能達到 20~30%。

智原每年平均接 40~50 個新案，現在洽談 RFQ 44 顆，70%和 AI 有關，當中有 70-80%採用公司 IP，近年也有 N14 IP 累積，等到 IP 更完整，NRE 報價將更有競爭力，公司也會持續往先進製程研發 IP，新收購美國 IP 公司 Aragio Solution 將會在 2Q24 開始貢獻營收，預期 2024 年將貢獻智原營收 1~2 億元。智原長線成長趨勢依舊樂觀，2023~2026 年預計會有 20~30%的年複合式成長。持續向先進製程邁進的效益會反映在 NRE，智原 N14 以下都是 FinFET 訂單，4Q23、1Q24 各有 1 顆，2Q24 簽下 4 顆，其中 2 顆是 N12，AIOT 和 printer，07/2024 又新簽另一顆 12nm，wifi 7 的應用。至目前已簽 6 個 FinFET 專案，預計 2024 年底會有 2 個新案加入，一個 N14，另一個為 N14 以下。先進封裝方面，已簽下 2 個先進封裝專案，預計兩個月內會再簽下 1 個，加上 2023 年簽 1 個，所以在手有 4 個。2024 年 4~7 顆目標順利達成。成熟製程方面，維持一季約 10 個 design win 的進度。智原在技術研發上除在製程持續邁進之外，同時也將橫向展開朝特殊製程及多元應用的方向發展，為 MP 及 IP 業務帶來更多成長機會。

MP 的案子包括自動化、AIoT 相關，個案的含金量提高，來自先進製程比重提升，逐步往 28nm、14nm 升級，以及 IP 用比較多，70~80%既有客戶的新產品，以先進製程為主，有助提升訂單金額，若訂單量大就能增加採用自有 IP 的機會，也能攤提內部開發 IP 成本，相對具有成本優勢。預期 2025 年營收也會有不錯的動能，若能取得較多封測廠產能，2025 年 AI 將成為公司第一大成長動能。2024 量產的案子最差為太陽能，本來預期 2H24 客戶需求會增加，但目前看來將會延後到 2025 年，預估 2024 年量產營收 YoY-20%。

先進封裝爭取 2025 年進入量產，第一顆是 2023 年取得，用 HBM2e，近期則有拿到 HBM3e 訂單，約有 4 倍價差，若進入量產對營收幫助大。2.5D 封裝從 win 到量產得視 SoC，若 Chiplet 由客人提供，大概 1 年多就可以進入量產，若 SoC 是智原設計，一顆 FinFET design 大概要花 2~3 年才能進入量產。先進封裝案子需要確保 interposer、HBM 跟封裝產能，interposer 由聯電供應，HBM 與 Samsung 合作。封裝產能要 OSAT 支援，OSAT 要很多工程資源，為減輕工程資源消耗，智源推出 2.5D 公版，包括 SoC size 等，可增加良率也減輕 OSAT 工程資源。一顆 2.5D 基本上最貴是 HBM，再來是 interposer 相關，毛利率上面來看跟其他量產的案件相比較低。

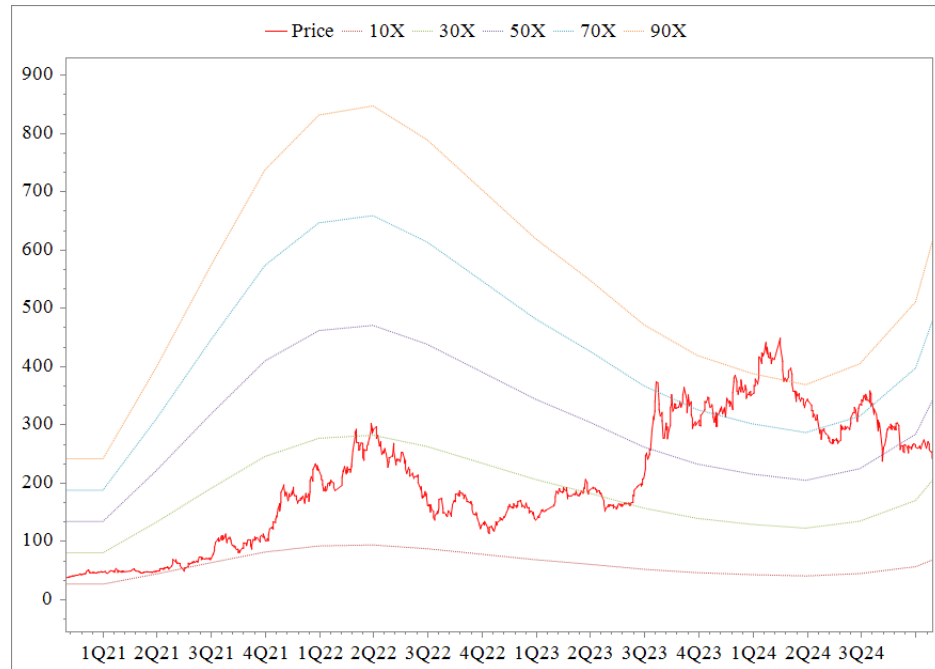
智原營業費用方面，2025 年全年的費用預估會有雙位數百分比年增，因為跨入更先進製程，需要設計資源(EDA Tool 等)和人力資源，越先進的案子越吃人力，智原有 10 個研發中心，目前全球員工超過 1000 人以上，預期 2025 年人員 YoY+10~20%。

智原對 2025 年的營收抱持樂觀預期，預期營收 YoY+40%，創歷史新高。從

2024 年 10 月 30 日

各產品組合的成長動能來看，MP 營收的增長幅度預期最高，其次是 NRE，最後是 IP 營收。2024 年 MP 營收動能因需求恢復較預期差，但在先進製程和封裝專案的推動下，2025 年將顯著成長。NRE 的增長則來自 2024 年專案的遞延與 2025 年新專案的啟動，預計 2025 年 NRE 及 IP 部門的營收也有望再創新高。預估智原 2025 年營收為 152.28 億元，YoY+38.29%，稅後獲利為 21.94 億元，YoY+105.24%，稅後 EPS 8.42 元。

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 10 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	12,037	13,513	13,418	15,703	18,148
流動資產	7,392	9,754	8,873	9,981	10,221
現金及約當現金	4,763	4,873	5,715	6,045	6,008
應收帳款與票據	939	1,354	1,559	2,262	2,407
存貨	1,321	3,017	1,187	1,300	844
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	4,859	5,535
流動負債	3,506	4,156	3,236	4,160	3,529
應付帳款及票據	1,372	1,129	999	1,617	455
非流動負債	376	388	328	81	2,550
權益總計	8,155	8,969	9,855	10,844	12,613
普通股股本	2,486	2,486	2,486	2,606	2,606
保留盈餘	3,279	4,930	5,276	6,265	8,034
母公司業主權益	7,840	8,599	9,533	10,385	12,154
負債及權益總計	12,037	13,513	13,418	15,703	18,148

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	3,622	3,942
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,386	2,742
折舊及攤銷	405	473	502	520	467
營運資金變動	-340	-2,354	1,493	-1,255	-851
其他營運現金	939	23	-1,058	1,615	-56
投資活動現金	-588	-377	-704	-693	-2,266
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	-548	-2,219
籌資活動現金	-200	-782	-1,421	-2,088	-1,712
長借/公司債變動	0	0	0	-649	2,469
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	-265	-2,357
淨現金流量	1,715	110	842	842	-37
期初現金	3,048	4,763	4,873	5,203	6,045
期末現金	4,763	4,873	5,715	6,045	6,008

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	11,004	15,228
營業成本	3,995	6,690	6,658	5,885	8,138
營業毛利淨額	4,090	6,375	5,307	5,119	7,089
營業費用	2,688	3,454	3,351	3,910	4,419
營業利益	1,402	2,921	1,956	1,209	2,670
EBITDA	1,900	3,503	2,520	1,886	3,242
業外收入及支出	100	103	49	177	72
稅前純益	1,502	3,057	2,070	1,386	2,742
所得稅	212	547	509	299	548
稅後純益	1,156	2,455	1,589	1,069	2,194
稅後 EPS(元)	4.44	9.42	6.10	4.10	8.42
完全稀釋 EPS**	4.44	9.42	6.10	4.10	8.42

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%	-8.04%	38.39%
營業毛利淨額	57.33%	55.88%	-16.76%	-3.55%	38.49%
營業利益	840.27%	108.37%	-33.05%	-38.20%	120.90%
稅後純益	330.60%	112.35%	-35.25%	-32.75%	105.24%
獲利能力分析(%)					
毛利率	50.59%	48.80%	44.35%	46.52%	46.56%
EBITDA(%)	23.51%	26.81%	21.06%	17.14%	21.29%
營益率	17.34%	22.36%	16.34%	10.98%	17.53%
稅後純益率	14.30%	18.79%	13.28%	9.71%	14.41%
總資產報酬率	9.60%	18.16%	11.85%	6.81%	12.09%
股東權益報酬率	14.17%	27.37%	16.13%	9.86%	17.39%

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	77.14	48.07
應收帳款天數	36.79	32.02	44.43	63.38	55.95

2024 年 10 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	2,917	2,962	2,824	2,579	2,649	2,884	2,892	3,156	3,885	3,935	4,252	3,464
營業成本	1,646	1,681	1,527	1,379	1,400	1,547	1,559	1,688	2,067	2,102	2,280	1,784
營業毛利淨額	1,271	1,281	1,297	1,200	1,249	1,338	1,333	1,467	1,817	1,833	1,972	1,680
營業費用	851	853	840	883	992	1,029	1,006	1,003	1,127	1,141	1,148	901
營業利益	420	428	457	317	257	309	326	464	691	692	824	780
業外收入及支出	95	24	6	39	83	44	12	17	20	24	12	17
稅前純益	515	452	463	355	340	353	338	481	711	715	835	796
所得稅	128	111	108	77	71	76	74	96	142	143	167	143
稅後純益	414	354	320	280	261	264	264	384	569	572	668	653
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)	1.59	1.36	1.23	1.08	1.00	1.01	1.01	1.48	2.18	2.20	2.56	2.51

獲利能力(%)

毛利率(%)	43.56%	43.25%	45.92%	46.52%	47.15%	46.38%	46.09%	46.50%	46.78%	46.57%	46.37%	48.50%
營業利益率(%)	14.40%	14.46%	16.18%	12.28%	9.70%	10.71%	11.29%	14.70%	17.78%	17.57%	19.37%	22.50%
稅後純益率(%)	14.19%	11.95%	11.32%	10.87%	9.85%	9.15%	9.12%	12.18%	14.64%	14.54%	15.72%	18.85%

QoQ(%)

營業收入淨額	-10.58%	1.56%	-4.68%	-8.68%	2.73%	8.88%	0.25%	9.13%	23.11%	1.30%	8.06%	-18.54%
營業利益	-35.38%	1.96%	6.66%	-30.73%	-18.86%	20.25%	5.68%	42.08%	48.95%	0.10%	19.14%	-5.38%
稅前純益	-19.49%	-12.17%	2.36%	-23.24%	-4.48%	3.83%	-4.13%	42.20%	47.92%	0.64%	16.78%	-4.68%
稅後純益	-17.55%	-14.47%	-9.65%	-12.36%	-6.88%	1.17%	-0.16%	45.85%	47.92%	0.64%	16.78%	-2.30%

YoY(%)

營業收入淨額	-13.31%	-8.67%	-13.11%	-20.96%	-9.18%	-2.64%	2.40%	22.37%	46.64%	36.43%	47.06%	9.77%
營業利益	-49.04%	-39.65%	-29.86%	-51.32%	-38.87%	-27.90%	-28.56%	46.52%	168.95%	123.88%	152.39%	68.08%
稅前純益	-38.63%	-40.37%	-24.45%	-44.44%	-34.08%	-22.07%	-27.02%	35.20%	109.37%	102.93%	147.19%	65.69%
稅後純益	-37.41%	-40.91%	-39.03%	-44.16%	-36.93%	-25.40%	-17.57%	37.18%	117.91%	116.76%	153.53%	69.84%

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。