



2024/11/12

產業類別	汽車零組件		
投資建議	買進		
收盤價	NT\$ 127.50		
目標價	NT\$ 155.00		

本次報告：座談會

交易資料

潛在報酬率 (%)	21.57
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	86.40-143.00
市值 (NT\$百萬元)	14690
市值 (US\$百萬元)	455
流通在外股數 (百萬股)	115.00
董監持股 (%)	10.95
外資持股 (%)	52.23
投信持股 (%)	0.32
融資使用率 (%)	2.42

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。3Q24 產品應用比重為汽車 51%、電子 17%、醫療 13%、運動 15% 及其他 4%。

主要客戶：OEM 的 Tier1 供應商為主，如 BWA(含 Delphi)、ZF、Bosch、Continenta
主要競爭對手：

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

智伸科 (4551 TT)

展望樂觀

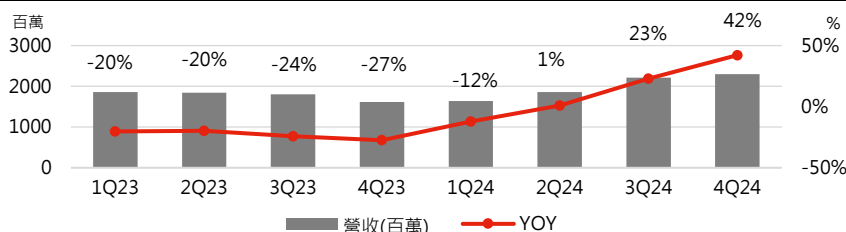
永豐觀點

3Q24 本業獲利優於市場預期，展望 2025 年高毛利率的醫療及半導體等業務拉貨動能強勁，有望帶動產品組合持續轉佳，目前評價具吸引力。

投資評價與建議

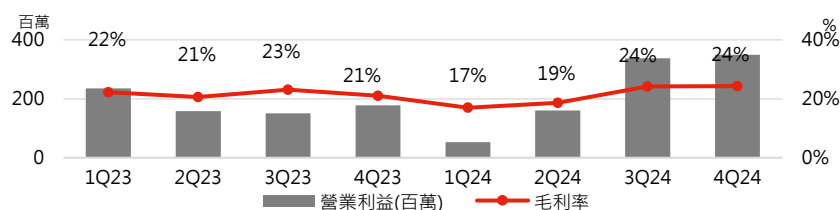
維持買進建議：(1)醫療業務揮別過去一年半來的庫存調整，於 2H24 逐步恢復正常出貨，展望 2025 年新舊客戶的專案逐季投產爬坡，全年總營收預估成長 50%，2026 年在所有新專案全年完整貢獻下也將成長 50%以上。(2)電子業務受惠全球雲端儲存與運算需求持續增加，主要客戶展望樂觀等，2H24~1H25 保持強勁拉貨動能。(3)汽車 Q4 將迎來旺季，預估明年在中國 EV、歐美 HEV 車款專案拉貨增溫下，營收有望增長 10%。(4)占比<5%的半導體及工業事業於 2024 年積極認證、量產、爬坡，在低基期下，今明年有望成長>50%以上。綜合以上，預估 2024、2025 年總營收 80.1、90.64 億元(+12.4%、+13.2%YoY)、毛利率 21.44%、24.47%、營業利益 9、13.8 億元(+24.6%、+53.8%YoY)，稅後淨利 8.1、10.5 億元(+57%、+30%YoY)，稅後 EPS 7.01、9.11 元。目前評價約當交易於 14 X 2025 年 EPS，評價偏低，看好智伸科 2025 年營運動能轉強，評價有望提升，維持買進建議，目標價 155 元(17 X*2025 EPS 9.11 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，Nov. 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，Nov. 2024

營運現況與分析

智伸科為國內精密金屬加工廠商：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，工廠集中在中國東莞及嘉善兩地，智伸科的汽車客戶以 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。3Q24 產品應用比重為汽車 51%、電子 17%、醫療 13%、運動 15% 及其他 4%；生產基地位於包含浙江嘉善廠(營收占比約 41.77%)、浙江嘉興廠(6.72%)、桃園楊梅廠(31.39%)及廣東東莞廠(20.11%)。

表一：智伸科主要產品分類

	主要生產產品	3Q24 營收占比	3Q23 營收占比	3Q24 營收 YoY	3Q24 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	51%	66%	-5%	+0%
運動	-高性能登山車、越野車 避震器、座管及肩蓋等相關料件	15%	8%	+116%	+30%
電子資訊	-雲端及高容量硬碟精密零件	17%	9%	+136%	+49%
醫療	-外科手術及骨科相關之醫療零件	13%	13%	+19%	+91%
其他	-主要為半導體設備流量控制器系統 -晶圓代工使用的砂輪裡面的零配件	4%	4%	+42%	+38%

資料來源：智伸科，永豐投顧研究處整理，Nov. 2024

圖一：智伸科主要產品



資料來源：智伸科，Nov. 2024

3Q24 本業獲利大幅優於市場預期：3Q24 營收 22.16 億元(+35%QoQ、+23%YoY)，7、8 月汽車淡季，而醫療、電子事業部在既有產品線的庫存回補之下，助力營收表現優於預期。醫療、電子及工業等高毛利業務的占比於 3Q24 已提升至 34%，推升 3Q24 毛利率達 24.17%，優於市場預估的 22.26%，營業利益 3.4 億元(+110%QoQ、+123%YoY)，大幅優於市場預估數+21%。雖然本業獲利佳，惟業外匯兌虧損導致整體稅後淨利 2.02 億元(+19%QoQ、+15.5%YoY)，低於市場預估，稅後 EPS 1.76 元。

表二：3Q24 財報實際數與預估數差異

百萬元	3Q24	3Q24 (永豐預估)	3Q24 (市場預估)	與永豐 預估差異(%)	與市場共識 差異(%)
營業收入	2,216	2,216	2,185	-0.01%	1.40%
營業毛利	535	514	486	4.18%	10.12%
營業利益	337	309	279	9.01%	20.74%
稅前淨利	266	309	279	-13.90%	-4.51%
稅後淨利	202	232	222	-12.82%	-8.69%
每股盈餘(元)	1.76	2.01	1.92	-12.82%	-8.69%
Margin (%)					
營業毛利率	24.17%	23.19%	22.26%		
營業利益率	15.20%	13.94%	12.77%		
稅後淨利率	9.13%	10.47%	10.14%		

資料來源：永豐投顧研究處整理，Nov. 2024

1. 汽車：歐美市場對 HEV 需求越來越高，持續挹注營收，明年預計將有更多新專案量產。而今年電動車(BEV、PHEV)因基期低且中國客戶新專案陸續貢獻，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 年低個位數成長、2025 年汽車營收有望+10%YoY(原預估低個位數增長)。
2. 醫療：自 2023 年以來因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、3Q24 醫療營收分別季增 226%、+91%。展望 4Q24，既有客戶舊產品恢復正常拉貨，但原定 4Q24 上線的新客戶新專案因缺料而遞延至 2025 年量產，雖然有季營收波動，但研究處看好智伸科於醫療產品線將持續橫向拓展產品適應症、增加一次性產品(微創手術器械等)等，且有更多新客戶將陸續通過認證，智伸科都是客戶的前三大供應商，甚至市佔率持續提升，訂單能見度長且穩定，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。預估 2024 年-13.5%YoY、2025 年+66.4%YoY。
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，3Q24 營收更是季增 45%、年增 130%，展望 2H24~1H25 訂單展望佳，下半年將保持強勁動能，研究處預估

2024 年 61.7%YoY 以上、2025 年+1.2%YoY(原預估成長 10%，營收成長幅度下修主因公司認為 2H25 的訂單較難確定展望，故先保守估計)。研究處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 FY1Q25 已連續四個季度呈季增長，其傳統雲端運算工作負載和新的人工智慧相關部署均有所增加，顯示需求已進入上升循環，且受惠定價能力增強、大容量硬碟比重提升等正面因子，推動其毛利率持續轉強。智伸科亦表示與主要該客戶共同開發新技術升級產品的腳步持續加快，將為智伸科未來一年營運增添新動能，故 2H25 營收仍有上修空間。

4. 運動：已感受到客戶下單回溫，再加上新品陸續放量，研究處預估 2024 年將年增長>40%，2025 年則將持平。
5. 半導體工業：產品包含：(1) 為半導體設備流量控制器系統，如流體控制閥零配件(用在特殊氣體)，銷貨至美國，係亞洲唯二的供應商。未來也會提升製程技術，提供更高階的產品及服務給新客戶。(2) 半導體晶圓輪磨砂輪裡的零配件。2024 年積極認證、量產、爬坡，未來幾年台灣跟中國半導體業務將陸續開花結果，預估 2024、2025 年營收+64%、+50%YOY，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，今年資本支出約 10~12E。

已見營運撥雲見日，黎明已至，市場預估有上修空間：醫療、電子事業體的營運已明確回溫且優於預期、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 80.1、90.64 億元(+12.4%、+13.2%YoY)、毛利率 21.44%、24.47%、營業利益 9、13.8 億元(+24.6%、+53.8%YoY)、稅後淨利 8.1、10.5 億元(+57%、+30%YoY)、稅後 EPS 7.01、9.11 元。目前評價約當交易於 14 X 2025 年 EPS，評價偏低，看好智伸科 2025 年營運動能轉強，評價有望提升，維持買進建議，目標價 155 元(17X*2025 EPS 9.11 元)。

表三：智伸科 2024 年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
營業收入	8,006	8,112	-1.31%	4Q24 因運動業務終端庫存調整、且醫療新客戶專案遞延生產，略為下修 4Q24 營收
營業毛利	1,717	1,727	-0.58%	醫療、電子及其他類營收比重持續提升，產品組合轉佳
營業利益	899	889	1.12%	費用控制得當
稅前淨利	1,068	1,129	-5.40%	3Q24 匯兌損益原先未估列
稅後淨利	808	850	-4.94%	
每股盈餘(元)	7.01	7.38	-4.94%	
Margin (%)				
營業毛利率	21.44%	21.30%		
營業利益率	11.23%	10.95%		
稅後淨利率	10.09%	10.48%		

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Nov. 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	2024F
營業收入	1,636	1,855	2,216	2,299	8,006
營業毛利	278	345	535	559	1,717
營業利益	53	160	337	349	899
稅前淨利	227	225	266	350	1,068
稅後純益	172	170	202	264	808
稅後 EPS (元)	1.50	1.48	1.76	2.27	7.01
營收 QoQ 成長率	1.18	13.39	19.42	3.79	--
營收 YoY 成長率	-12.09	0.86	22.86	42.18	12.43
毛利率	16.96	18.59	24.17	24.31	21.45
營益率	3.26	8.64	15.20	15.18	11.23
稅後純益率	10.54	9.17	9.13	11.44	10.09

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Nov. 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	8,006	9,064
%變動率	23.10	4.78	-22.88	12.41	13.22
營業毛利	2,434	2,505	1,548	1,717	2,218
毛利率 (%)	27.61	27.12	21.73	21.45	24.47
營業淨利	1,552	1,630	722	899	1,383
稅前淨利	1,570	1,829	709	1,068	1,391
%變動率	50.98	16.50	-61.22	50.63	30.24
稅後純益	1,203	1,405	516	808	1,050
%變動率	79.02	16.83	-63.32	56.59	29.95
稅後 EPS * (元)	10.47	12.20	4.47	7.01	9.11
市調 EPS * (元)	10.81	12.47	5.84	6.93	--
PER (x)	12.18	10.45	28.52	18.19	14.00
PBR (x)	2.02	1.79	1.85	1.75	1.65
每股淨值 * (元)	63.19	71.08	68.84	72.86	77.22
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

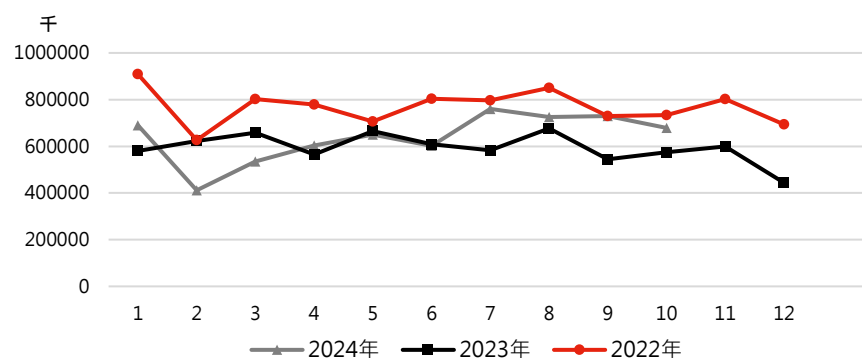
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Nov. 2024

營運基本資料

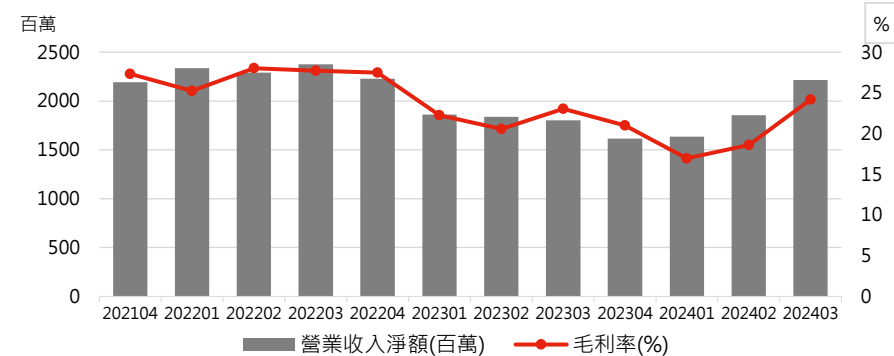
同業比較

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

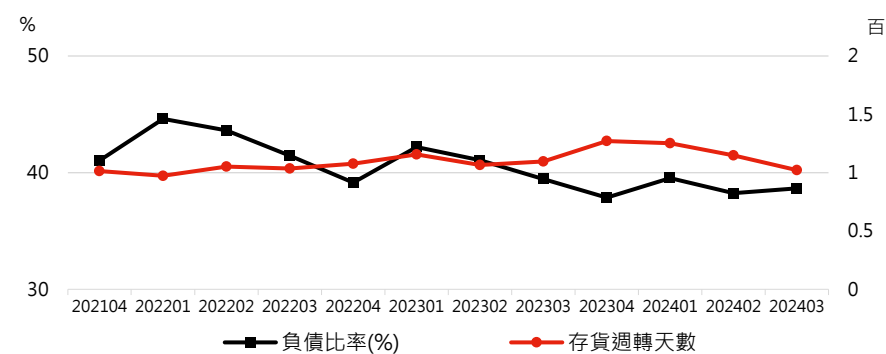
近三年單月營收狀況



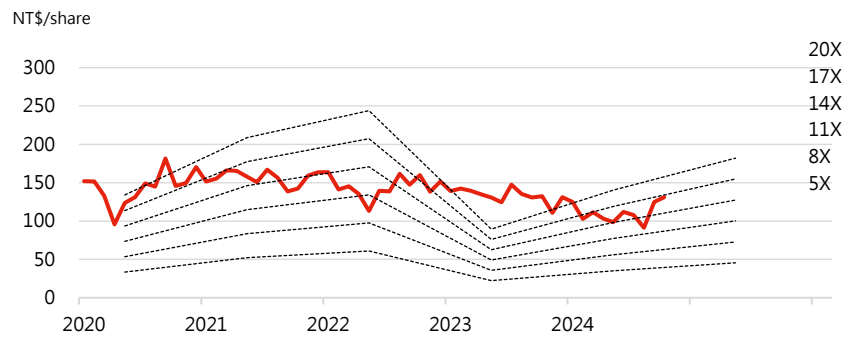
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



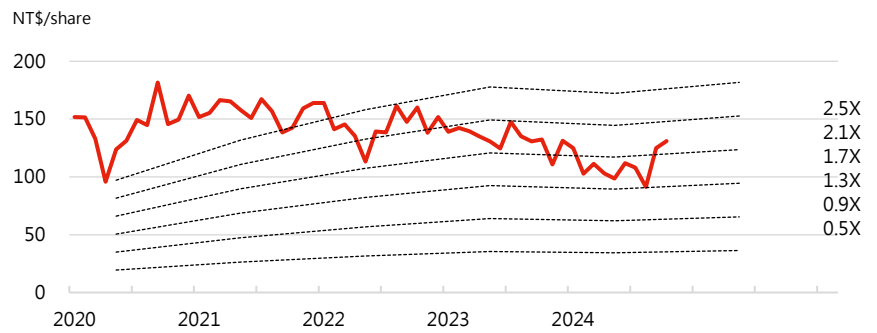
負債比率 VS 存貨周轉天數



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.