

2025 年 2 月 24 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	245.50 元
目標價	
3 個月	268.00 元
12 個月	268.00 元

## 智原(3035 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

10/30/2024	Trading Buy	242.00
07/31/2024	Trading Buy	308.00
06/28/2024	Buy	329.00
04/24/2024	Trading Buy	295.00
02/21/2024	Neutral	

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,606
市值(億元)	640
目前每股淨值(元)	50.17
外資持股比(%)	15.21
投信持股比(%)	2.19
董監持股比(%)	14.09
融資餘額(張)	17,699
現金股息配發率(%)	74.26

### 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



2025 年營收大幅成長，建議 Trading Buy，目標價 268 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 5.95 元。現在能開 AI ASIC 主要是美國 CSP 廠和新創公司，這些客戶規模大，雖貢獻 ASIC 大幅營收，但國內 ASIC 公司以 APR 為主，毛利率相對低，大都<20%。智原先前無先進製程，因此需轉型與 Intel 和 Samsung 合作，中間有陣痛期。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，但獲利貢獻低於原先預期，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 268 元(2025PER45X)。

**4Q24 稅後 EPS 0.91 元：**智原 4Q24 營收為 29.53 億元，QoQ+2.37%，符合公司原先預估，接近 QoQ+0%。營收比重方面，NRE 佔營收 11%、MP 則佔 74%、IP 則佔 15%。主要受惠於先進封裝業務進入量產，MP 大幅成長，其他 NRE 和 IP 則下滑。毛利率方面，受到產品組合的影響，4Q24 整體毛利率較 3Q24 減少 3.54 個百分點至 42.84%。營業費用從 3Q24 的 10.29 億元增加至 10.77 億元，智原 4Q24 稅後稅後 EPS 0.91 元。智原 2024 年稅後 EPS 4.00 元。

**預估 1Q25 稅後 EPS 1.95 元：**1Q25 營收主要受惠於先進封裝業務進入量產，NRE 營收也會增加，但 IP 營收則會衰退個位數，預估智原 1Q25 營收 QoQ+150%。先進封裝業務正式進入量產階段，包括 2.5D CoWoS 用 interposer 銷售、HBM2e 備貨，以及代客戶執行 CoWoS 封測業務等多項營收挹注。毛利率因先進封裝毛利低，先進封裝因帶料，毛利率約 5~6%，因此預估 1Q25 的毛利率大幅下滑至 20-23%，若扣除先進封裝影響，毛利率可達 45%以上。預估 1Q25 稅後 EPS 1.95 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	11,065	17,363	15,094	2,824	2,579	2,649	2,884	2,953	7,395	3,665	3,163	3,141
營業毛利淨額	5,051	6,085	6,779	1,297	1,200	1,249	1,338	1,265	1,631	1,530	1,466	1,459
營業利益	1,071	1,751	1,828	457	317	257	309	188	553	485	400	312
稅後純益	1,041	1,550	1,630	320	280	261	264	236	507	408	374	261
稅後 EPS(元)	4.00	5.95	6.25	1.23	1.08	1.00	1.01	0.91	1.95	1.57	1.44	1.00
毛利率(%)	45.65%	35.05%	44.91%	45.92%	46.52%	47.15%	46.38%	42.85%	22.05%	41.74%	46.36%	46.44%
營業利益率(%)	9.68%	10.08%	12.11%	16.18%	12.28%	9.70%	10.71%	6.38%	7.48%	13.24%	12.66%	9.94%
稅後純益率(%)	9.41%	8.93%	10.80%	11.32%	10.87%	9.85%	9.15%	8.00%	6.86%	11.13%	11.84%	8.29%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.53%	56.92%	-13.07%	-4.68%	-8.68%	2.73%	8.88%	2.37%	150.44%	-50.45%	-13.69%	-0.70%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.48%	48.81%	5.15%	-9.65%	-12.36%	-6.88%	1.17%	-10.56%	114.70%	-19.56%	-8.20%	-30.42%

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。

2025 年 2 月 24 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，持續提升永續之績效。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。

## **HPC&AI 開始貢獻營收，智原 4Q24 營收 29.53 億元，QoQ+2.37%，稅後獲利 2.36 億元，QoQ-10.63%，稅後 EPS 0.91 元：**

智原 4Q24 營收為 29.53 億元，QoQ+2.37%，符合公司原先預估，接近 QoQ+0%。營收比重方面，NRE 佔營收 11%、MP 則佔 74%、IP 則佔 15%。主要受惠於先進封裝業務進入量產，MP 大幅成長，其他 NRE 和 IP 則下滑。

4Q24 MP 量產營收為 21.84 億元，QoQ+22.08%，主因受惠於先進封裝業務進入量產、MCU 需求維持高檔。MP 產品組合為通訊應用佔 2%、產業用佔 19%、HPC&AI 佔 36%、多媒體/消費性電子/電腦週邊佔 36%、AIOT 佔 7%。40nm 以上佔 36%，28nm 以下 40%(其中 ≤14nm 為 36%)。4Q24 NRE 營收為 3.29 億元，QoQ-49.31%，主要是 NRE 認列遞延。這些遞延認列的 NRE 項目包括 FinFET 金額較大的專案，DIS Design server 案子也延後。NRE 產品分類方面，通訊應用佔 19%、產業用佔 54%、HPC&AI 佔 7%、多媒體/消費性電子/電腦週邊佔 17%、AIOT 佔 3%；40nm 以上佔 45%，28nm 以下 55%。IP 業務也將較 3Q24 衰退，高毛利的 IP 營收 4.40 億元，QoQ-1.35%，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，MP 佔營收比重大幅增加，4Q24 整體毛利率較 3Q24 減少 3.54 個百分點至 42.84%。營業費用從 3Q24 的 10.29 億元增加至 10.77 億元，研發費用，越南和新加坡等地人員增加，以及電腦使用費用上升。業外部份，主要來自匯兌收益和金融評價收益，智原 4Q24 稅後獲利 2.36 億元，QoQ-10.63%，稅後 EPS 0.91 元。

智原 2024 年營收為 110.65 億元，YoY-7.53%，稅後獲利為 10.40 億元，YoY-34.49%，稅後 EPS 4.00 元。董事會決議分派現金股利為每股 3 元。並於 05/23/2025 召開股東常會，地點位於新竹市新竹科學園區力行三路五號(智原科技辦公大樓)。

2025 年 2 月 24 日

**先進封裝量產，使營收大幅增加，預估 1Q25 營收為 73.95 億元，QoQ+150.44%，稅後淨利 5.07 億元，QoQ+114.85%，稅後 EPS 1.95 元：**

1Q25 營收主要受惠於先進封裝業務進入量產，NRE 營收也會增加，但 IP 營收則會衰退個位數，預估智原 1Q25 營收 QoQ+150%。

此波成長主要受惠於先進封裝業務正式進入量產階段，包括 2.5D CoWoS 用 interposer 銷售、HBM2e 備貨，以及代客戶執行 CoWoS 封測業務等多項營收挹注。值得注意的是，由於合作夥伴預計於 2025 年停產 HBM2e，公司正積極進行備料，帶動相關收入與出貨量增加。第 1 個案件 chiplet 2 顆都是由客人提供，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。

在 NRE 方面，由於部分 2024 年度專案時程調整，收入遞延至 2025 年認列，其中包括金額較大的 FinFET 專案以及 DIS Design server 案件，預期將為 1Q25 營收 QoQ 明顯成長。然而 IP 授權業務預計將出現個位數的季度衰退。轉投資 MCU 雅特力 2024 年表現優於同業，營收 YoY+60%，創歷史新高，1Q25 雖受季節性影響，但預計仍會年增，2025 年營收將續揚。

受先進封裝低毛利影響，先進封裝因帶料，毛利率約 5~6%，預估 1Q25 的毛利率大幅下滑至 20-23%，若扣除先進封裝影響，毛利率可達 45% 以上。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，包括 EDA tool 和 computing 等研發費用，及 IP outsource 的費用，另外擴編越南和新加坡的人力以及 2024 年併購新公司所增加的費用。所以 2025 年營業費用 >10 億/季。預估智原預估 1Q25 營收為 73.95 億元，QoQ+150.44%，稅後淨利 5.07 億元，QoQ+114.85%，稅後 EPS 1.95 元。

**預估智原 2025 年營收為 173.63 億元，YoY+56.92%，稅後獲利為 15.50 億元，YoY+48.84%，稅後 EPS 5.95 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。5)HPC\$AI

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。智原透過策略性併購與技術投資，將核心業務從 IP 授權與成熟製程服務，擴展至 6 大領域，其中包括先進製程、2.5D/3D 封裝整合、及晶片實體設計服務。其中 2.5D 封裝統籌平台已成功完成指標性專案，從基板設計、中介層 (Interposer) 整合到散熱解決方案，提供客戶一站式 Turnkey 服務。整合來自不同供應商或半導體廠的小晶片，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。

智原每年平均接 40~50 個新案，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，至目前已簽 6 個 FinFET 專案，先進封裝在手有 4 個。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



2025 年 2 月 24 日

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。

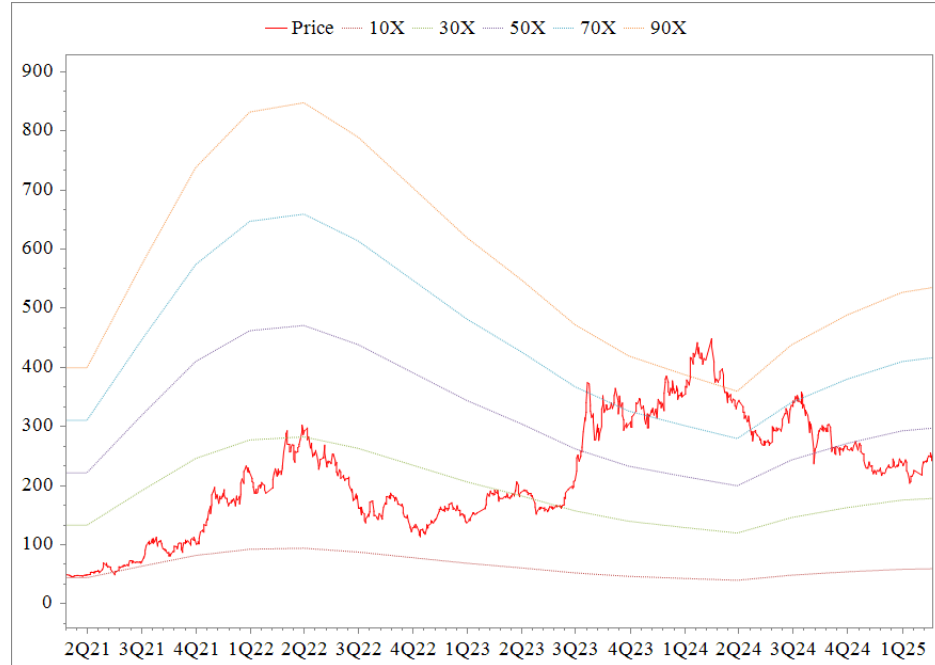
智原 2024 年 AI 營收貢獻大約佔 7~9%，2025 年應該會呈現數倍成長，成為第一大應用。2025 年 AI 較大的營收貢獻來自新的 AI NRE 及 MP 業務。MP 業務包含 2.5D 封裝及其他邏輯部分，預計 2025 年會進入量產，因此預計 2025 年 AI 業務營收佔比很有可能達到 20~30%。先進封裝 2025 年進入量產，第一顆是 2023 年取得，用 HBM2e，近期則有拿到 HBM3e 訂單，約有 4 倍價差，若進入量產對營收幫助大。2.5D 封裝從 win 到量產得視 SoC，若 Chiplet 由客人提供，大概 1 年多就可以進入量產，若 SoC 是智原設計，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，智原推出 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 營收。MP 除先進封裝大幅成長外，其他業務 YoY+10~20%，NRE 和 IP 業務預估將創新高，智原目前有 2 顆 FinFET 案件和 4 顆先進封裝案件，其他利基型案件 1H25 仍在調整庫存，尚未有需求反轉的跡象，轉投資 MCU 雅特力 2024 年表現優於同業，營收 YoY+60%，創歷史新高，1Q25 雖受季節性影響，但預計仍會年增，2025 年營收將續揚。

現在能開 AI ASIC 主要是美國 CSP 廠和新創公司，這些客戶規模大，雖貢獻 ASIC 大幅營收，但國內 ASIC 公司以 APR 為主，毛利率相對低，大都 <20%。智原先前無先進製程，因此需轉型與 Intel 和 Samsung 合作，中間有陣痛期，再加上幫客戶備料，且為後段封裝，預估個案營收規模約 40~50 億元，毛利率僅 5~6%，貢獻智原 EPS 1 元上下。

智原預期 1H25 營收達到 2024 年營收，不過因先進封裝業務毛利率較低，也影響 1Q25 毛利率下滑，預計 1Q25 毛利率將是全年低點，後續將逐步回升，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%。預估智原 2025 年營收為 173.63 億元，YoY+56.92%，稅後獲利為 15.50 億元，YoY+48.84%，稅後 EPS 5.95 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

2025 年 2 月 24 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	13,513	13,418	18,330	21,454	23,371
流動資產	9,754	8,873	11,024	12,205	14,364
現金及約當現金	4,873	5,715	8,311	8,893	10,299
應收帳款與票據	1,354	1,559	1,054	1,705	2,288
存貨	3,017	1,187	1,074	1,551	1,766
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	514	553	582	547	527
<b>負債總計</b>	<b>4,544</b>	<b>3,564</b>	<b>4,857</b>	<b>6,755</b>	<b>7,185</b>
流動負債	4,156	3,236	3,872	4,613	4,567
應付帳款及票據	1,129	999	1,675	1,155	1,656
非流動負債	388	328	984	2,661	2,637
<b>權益總計</b>	8,969	9,855	13,473	14,699	16,186
普通股股本	<b>2,486</b>	<b>2,486</b>	<b>2,606</b>	<b>2,606</b>	<b>2,606</b>
保留盈餘	4,930	5,276	5,208	6,433	7,921
母公司業主權益	8,599	9,533	13,075	14,300	15,787
<b>負債及權益總計</b>	<b>13,513</b>	<b>13,418</b>	<b>18,330</b>	<b>21,454</b>	<b>23,371</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	13,065	11,966	11,065	17,363	15,094
營業成本	6,690	6,658	6,013	11,278	8,315
<b>營業毛利淨額</b>	6,375	5,307	5,051	6,085	6,779
營業費用	3,454	3,351	3,981	4,334	4,951
<b>營業利益</b>	2,921	1,956	1,071	1,751	1,828
<b>EBITDA</b>	3,503	2,520	2,053	1,843	2,437
業外收入及支出	103	49	110	186	159
稅前純益	3,057	2,070	1,343	1,937	1,987
所得稅	547	509	271	387	358
稅後純益	2,455	1,589	1,041	1,550	1,630
稅後 EPS(元)	9.42	6.10	4.00	5.95	6.25
完全稀釋 EPS**	9.42	6.10	4.00	5.95	6.25

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)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	61.59%	-8.42%	-7.53%	56.92%	-13.07%
營業毛利淨額	55.88%	-16.76%	-4.82%	20.46%	11.40%
營業利益	108.37%	-33.05%	-45.26%	63.55%	4.40%
稅後純益	112.35%	-35.25%	-34.48%	48.81%	5.15%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	48.80%	44.35%	45.65%	35.05%	44.91%
EBITDA(%)	26.81%	21.06%	18.55%	10.61%	16.15%
營益率	22.36%	16.34%	9.68%	10.08%	12.11%
稅後純益率	18.79%	13.28%	9.41%	8.93%	10.80%
總資產報酬率	18.16%	11.85%	5.68%	7.22%	6.97%
股東權益報酬率	27.37%	16.13%	7.73%	10.54%	10.07%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	33.63%	26.56%	26.50%	31.49%	30.74%
負債/淨值比(%)	50.67%	36.16%	36.05%	45.96%	44.39%
流動比率(%)	234.71%	274.22%	284.69%	264.54%	314.49%

## 其他比率分析

存貨天數	118.33	115.23	68.61	42.47	72.81
應收帳款天數	32.02	44.43	43.10	29.00	48.28

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	1,200	3,007	2,901	3,178	3,183
稅前純益	3,057	2,070	1,343	1,937	1,987
折舊及攤銷	473	502	810	861	737
營運資金變動	-2,354	1,493	1,295	-1,178	-297
其他營運現金	23	-1,058	-547	1,509	-502
<b>投資活動現金</b>	-377	-704	-2,562	-1,282	-538
資本支出淨額	-86	-49	-148	-38	-35
長期投資變動	120	-50	-1,551	-573	-724
其他投資現金	-411	-604	-863	-671	222
<b>籌資活動現金</b>	-782	-1,421	2,178	-1,262	-1,239
長借/公司債變動	0	0	0	1,208	-24
現金增資	0	0	3,720	0	0
發放現金股利	-820	-1,243	-1,118	-1,172	-1,172
其他籌資現金	38	-179	-424	-1,298	-42
<b>淨現金流量</b>	110	842	2,596	634	1,406
<b>期初現金</b>	4,763	4,873	5,715	8,259	8,893
<b>期末現金</b>	4,873	5,715	8,311	8,893	10,299

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 24 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	2,962	2,824	2,579	2,649	2,884	2,953	7,395	3,665	3,163	3,141	3,667	3,690
營業成本	1,681	1,527	1,379	1,400	1,547	1,688	5,764	2,135	1,697	1,682	2,035	2,039
營業毛利淨額	1,281	1,297	1,200	1,249	1,338	1,265	1,631	1,530	1,466	1,459	1,632	1,651
營業費用	853	840	883	992	1,029	1,077	1,077	1,044	1,066	1,146	1,203	1,210
營業利益	428	457	317	257	309	188	553	485	400	312	429	441
業外收入及支出	24	6	39	83	44	107	80	25	68	14	53	25
稅前純益	452	463	355	340	353	296	634	510	468	326	483	465
所得稅	111	108	77	71	76	46	127	102	94	65	87	84
稅後純益	354	320	280	261	264	236	507	408	374	261	396	382
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)	1.36	1.23	1.08	1.00	1.01	0.91	1.95	1.57	1.44	1.00	1.52	1.46

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	43.25%	45.92%	46.52%	47.15%	46.38%	42.85%	22.05%	41.74%	46.36%	46.44%	44.50%	44.75%
營業利益率(%)	14.46%	16.18%	12.28%	9.70%	10.71%	6.38%	7.48%	13.24%	12.66%	9.94%	11.70%	11.95%
稅後純益率(%)	11.95%	11.32%	10.87%	9.85%	9.15%	8.00%	6.86%	11.13%	11.84%	8.29%	10.79%	10.34%

## QoQ(%)

營業收入淨額	1.56%	-4.68%	-8.68%	2.73%	8.88%	2.37%	150.44%	-50.45%	-13.69%	-0.70%	16.75%	0.62%
營業利益	1.96%	6.66%	-30.73%	-18.86%	20.25%	-39.00%	193.67%	-12.30%	-17.50%	-22.04%	37.52%	2.73%
稅前純益	-12.17%	2.36%	-23.24%	-4.48%	3.83%	-16.17%	114.47%	-19.56%	-8.20%	-30.42%	48.23%	-3.56%
稅後純益	-14.47%	-9.65%	-12.36%	-6.88%	1.17%	-10.56%	114.70%	-19.56%	-8.20%	-30.42%	51.93%	-3.56%

## YoY(%)

營業收入淨額	-8.67%	-13.11%	-20.96%	-9.18%	-2.64%	4.57%	186.78%	38.33%	9.66%	6.37%	-50.41%	0.69%
營業利益	-39.65%	-29.86%	-51.32%	-38.87%	-27.90%	-58.76%	74.81%	88.93%	29.61%	65.66%	-22.43%	-9.13%
稅前純益	-40.37%	-24.45%	-44.44%	-34.08%	-22.07%	-36.19%	78.30%	50.15%	32.76%	10.20%	-23.84%	-8.69%
稅後純益	-40.91%	-39.03%	-44.16%	-36.93%	-25.40%	-26.15%	80.91%	56.27%	41.80%	10.31%	-21.94%	-6.41%

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。