



玉山投顧

E.SUN Investment Consulting

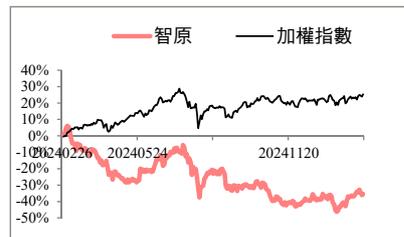
核心觀點

智原受惠先進製程與先進封裝新案進入量產，加上提供一條龍先進封裝服務，以及製程朝 FinFET 先進製程升級，預估 2025 年 EPS 為 5.01 元，維持「逢低買進」投資評等。

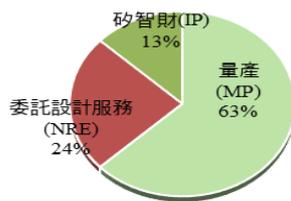
交易資料

收盤價	245.50
市值(億元)	639.80
流通在外股數(百萬股)	260.60
本益比	48.97
股價淨值比	6.92
240 日股價(低/均/高)	203.5/281.9/416
60 日均成交額(百萬元)	1,288.91

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	11%至 20%

資料來源：證基會

副理：陳冠宇
skyevo111-71448@esunsec.com.tw

研究報告

智原(3035.TT)

逢低買進(維持)

TP：250

受惠先進製程與先進封裝貢獻，今年營收有望年增超過 5 成

重要訊息

智原公布24Q4財報，稅後EPS 0.91元。展望25Q1，預估營收季增150%以上，其中NRE與MP營收季增、IP營收季減，毛利率預估20~23%。

玉山觀點

24Q4獲利低於預期，主因MP增加導致毛利下滑。24Q4營收28.7億元，QoQ+2.4%，YoY+4.5%，三大產品線中，IP與NRE季減1.5%/49.4%，NRE季減主因設計案遞延，MP季增22.1%，優於預期的季增10%，主要是先進封裝設計案貢獻，毛利率42.8%，季減3.6百分點，低於預估的45.9%，反映MP占比由62%大幅上升至74%，稅後EPS 0.91元，低於預估的1.07元。

25Q1營收季增1.5倍以上，主要來自先進封裝貢獻。展望25Q1，三大產品線中，除了IP個位數減少，NRE與MP大幅成長，MP創單季新高，主要成長來自日本與歐洲客戶先進封裝貢獻，提前備料相關HBM，以及FinFET開案，整體毛利率因先進封裝量產提高而降低，營業費用小幅季增。預估營收為73.98億元，QoQ+150.6%，毛利率21.5%，稅後EPS 1.51元。

先進製程與先進封裝貢獻，今年營收有望年增50%以上。智原積極跨入先進製程與先進封裝，包含2nm以及首創先進封裝垂直分工，將核心業務由成熟製程及IP，新增四個項目包含先進製程、2.5D封裝、3D封裝及晶片實體設計服務。我們認為智原在具有自有IP、HBM備料與先進封裝2.5/3D一條龍服務，並與三星、英特爾緊密合作，隨DeepSeek帶動小規模AI模型與邊緣運算AI需求，尤其在硬體規格降規需求，有利於二線CSP與新創公司對ASIC開案需求。目前先進製程案子的Design Win有2顆跟FinFET有關，先進封裝則有4顆，全年朝10顆FinFET目標邁進，由於今年將認列遞延的NRE貢獻，加上先進封裝專案進入量產，預估今年營收有望年增50%以上。

投資建議

智原受惠先進製程與先進封裝新案進入量產，帶動MP成長強勁，加上提供一條龍先進封裝服務，以及製程朝FinFET先進製程升級，有助提高IP使用率與ASIC競爭力，帶動MP、NRE以及IP營收續創新高，預估2025年EPS為5.01元，目前約49倍本益比，評價合理，維持「逢低買進」投資評等。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	11,064	7,398	4,220	2,949	2,988	17,556
YoY	-7.5%	186.9%	59.3%	2.3%	1.2%	58.6%
毛利率	45.7%	21.5%	33.4%	45.9%	45.7%	32.6%
營益率	9.7%	6.2%	8.2%	11.8%	11.8%	8.6%
稅後淨利	1,042	394	304	302	308	1,308
EPS(元)	4.04	1.51	1.16	1.16	1.18	5.01

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	7,398	4,220	3,388	3,598	118.38	17.30
毛利	1,594	1,411	1,582	1,687	0.77	(16.34)
營業利益	462	347	456	478	1.17	(27.56)
稅前淨利	508	393	483	505	5.25	(22.15)
稅後淨利	394	304	375	392	5.07	(22.55)
每股盈餘(元)	1.51	1.16	1.44	1.51	4.67	(22.84)
財務比率(%)						
毛利率	21.54	33.43	46.68	46.88	(25.14)	(13.44)
營益率	6.24	8.21	13.47	13.30	(7.23)	(5.09)
淨利率	6.87	9.31	14.25	14.04	(7.38)	(4.72)

資料來源：玉山投顧(2025/02)

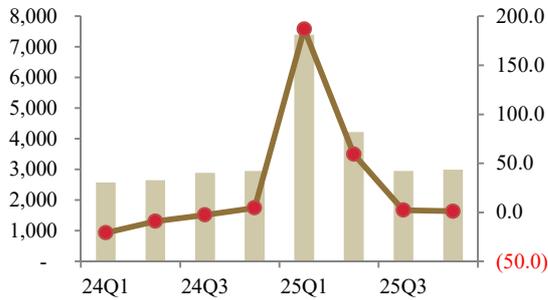
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	2,579	2,649	2,884	2,953	11,064	7,398	4,220	2,949	2,988	17,556
營業毛利	1,200	1,249	1,338	1,265	5,053	1,594	1,411	1,352	1,366	5,723
營業費用	883	992	1,029	1,077	3,981	1,132	1,064	1,005	1,014	4,216
營業利益	317	257	309	188	1,071	462	347	347	352	1,507
淨業外收支	38	83	44	107	272	47	47	47	49	188
稅前淨利	355	340	353	295	1,343	508	393	394	400	1,695
稅後淨利	280	261	265	236	1,042	394	304	302	308	1,308
EPS(元)	1.13	1.00	1.01	0.91	4.04	1.51	1.16	1.16	1.18	5.01
財務比率										
毛利率	46.54	47.15	46.42	42.85	45.67	21.54	33.43	45.85	45.73	32.60
營業利益率	12.28	9.71	10.73	6.37	9.68	6.24	8.21	11.77	11.78	8.59
稅前淨利率	13.75	12.84	12.25	9.99	12.14	6.87	9.31	13.35	13.40	9.66
YoY(%)										
營業收入	(20.95)	(9.18)	(2.66)	4.54	(7.54)	186.92	59.31	2.28	1.18	58.68
營業毛利	(17.69)	(1.73)	4.52	(2.43)	(4.78)	32.81	12.98	1.04	8.00	13.28
營業利益	(51.28)	(38.76)	(27.66)	(58.88)	(45.20)	45.85	34.76	12.25	87.18	40.74
稅前淨利	(44.58)	(33.94)	(21.76)	(36.30)	(35.10)	43.33	15.55	11.44	35.73	26.23
稅後淨利	(44.3)	(36.89)	(25.23)	(26.11)	(34.46)	41.07	16.27	14.14	30.49	25.61
QoQ(%)										
營業收入	(8.70)	2.74	8.85	2.40		150.57	(42.95)	(30.12)	1.30	
營業毛利	(7.45)	4.08	7.16	(5.47)		25.97	(11.46)	(4.16)	1.04	
營業利益	(30.75)	(18.75)	20.25	(39.22)		145.60	(24.93)	0.17	1.35	
稅前淨利	(23.44)	(4.05)	3.85	(16.51)		72.28	(22.65)	0.15	1.70	
稅後淨利	(12.55)	(6.63)	1.35	(10.71)		66.97	(23.05)	(0.51)	2.08	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

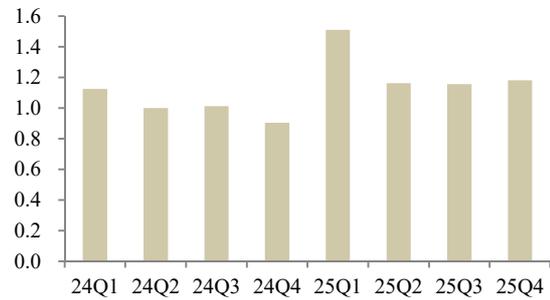
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



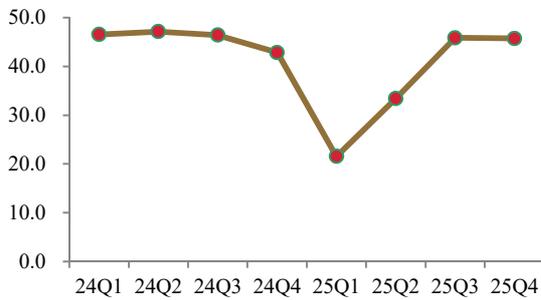
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



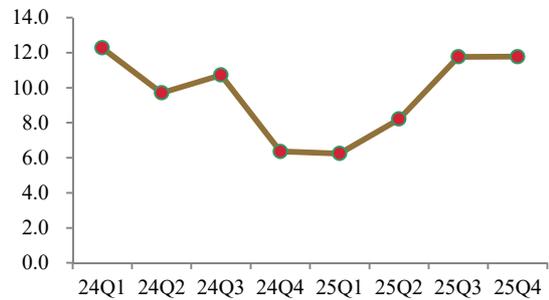
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



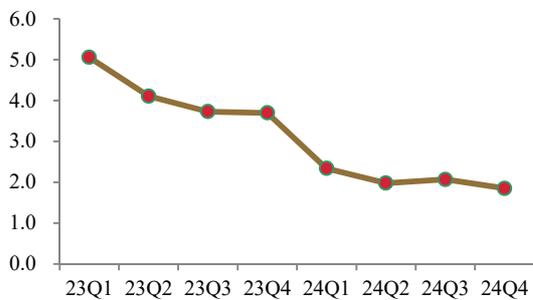
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



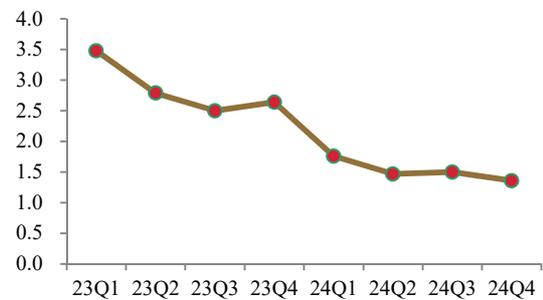
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/02)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
營業收入	13,065	11,966	11,065	17,556	
營業成本	6,690	6,658	6,013	11,832	
營業毛利	6,375	5,307	5,051	5,723	
營業費用	3,454	3,351	3,981	4,216	
營業利益	2,921	1,956	1,071	1,507	
營業外收支淨額	136	115	272	188	
稅前淨利	3,057	2,070	1,343	1,695	
稅後淨利	2,455	1,589	1,041	1,308	
普通股股本	2,486	2,486	2,606	2,606	
EPS(元)	9.88	6.39	4.04	5.01	
年成長率					
營收	61.6%	-8.4%	-7.5%	58.7%	
營業利益	108.4%	-33.1%	-45.3%	40.8%	
稅前淨利	103.5%	-32.3%	-35.1%	26.2%	
母公司稅後淨利	112.3%	-35.2%	-34.5%	25.6%	
獲利能力比率					
毛利率	48.8%	44.4%	45.7%	32.6%	
營業利益率	22.4%	16.3%	9.7%	8.6%	
稅前淨利率	23.4%	17.3%	12.1%	9.7%	
稅後淨利率	18.8%	13.3%	9.4%	7.5%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
流動資產	9,754	8,873	11,024	13,273	
現金及約當現金	4,873	5,715	8,311	9,142	
存貨	3,017	1,187	1,074	1,874	
應收帳款及票據	1,354	1,559	1,054	1,672	
其他流動資產	511	412	586	586	
長期投資	0	0	0	0	
固定資產	514	553	582	516	
其他長期資產	3,253	4,001	6,733	6,733	
資產總額	13,513	13,418	18,330	20,514	
流動負債	4,156	3,236	3,872	10,445	
應付帳款及票據	542	496	459	728	
短期借款	127	95	25	40	
什項負債	3,487	2,645	3,388	9,139	
非流動負債	388	328	984	829	
負債總額	4,544	3,564	4,857	11,273	
普通股股本	2,486	2,486	2,606	2,606	
資本公積	706	706	4,325	4,325	
保留盈餘	4,930	5,276	5,208	5,547	
股東權益總額	8,969	9,855	13,473	9,241	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
稅前淨利	3,057	2,070	1,424	2,910	
折舊及攤提費用	473	448	448	448	
本期營運資金變動	(2,227)	46	21	(1,939)	
其他項目	(496)	(455)	(419)	(586)	
營運活動之現金流量	1,200	2,109	1,474	833	
資本支出	(86)	(12)	(10)	(9)	
本期長期投資變動	0	0	0	0	
其他項目	(291)	(316)	254	498	
投資活動之現金流量	(377)	(328)	244	489	
短期借款及票券變動	127	(11)	(9)	43	
舉措/償還長期借款	0	0	0	0	
發行/償還公司債	0	0	0	0	
現金增資	0	0	0	0	
發行現金股利	(820)	(1,243)	(1,173)	(775)	
其他項目	0	0	0	0	
融資活動之現金流量	(782)	(1,253)	(1,182)	(732)	
匯率影響數	69	(40)	0	0	
本期現金流量	110	487	536	590	
期末現金及約當現金	4,873	5,360	5,896	6,486	

重要財務比率		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
資產品質比率					
負債比率	33.6%	26.6%	26.5%	55.0%	
槓桿比率	50.7%	36.2%	36.0%	122.0%	
流動比率	234.7%	274.2%	284.7%	127.1%	
速動比率	162.1%	237.5%	257.0%	109.1%	
存貨週轉率(次)	3.08	3.17	5.32	8.03	
存貨週轉天數	116.71	113.65	67.67	44.83	
應收帳款週轉率(次)	11.40	8.21	8.47	12.88	
應收帳款週轉天數	31.58	43.82	42.51	27.95	
總資產週轉率(次)	0.97	0.89	0.60	0.86	
淨值週轉率(次)	1.46	1.21	0.82	1.90	
股東權益報酬率	28.7%	16.9%	8.9%	11.5%	
總資產報酬率	19.2%	11.8%	6.6%	6.7%	
OCF/流動負債	31.3%	57.1%	41.5%	11.6%	
每股比率					
每股淨值(元)	31.75	33.43	34.35	35.47	
每股營收(元)	52.57	48.14	42.47	67.38	
每股盈餘(元)	9.88	6.39	4.04	5.01	
每股現金股利(元)	5.00	4.72	3.12	3.90	
現金股利配發率	50.6%	73.8%	77.1%	77.8%	

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法