

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3035 TT 智原	中立 目標價 41	智原評等由持有調整至中立，智原財報不如預期，4Q18展望平淡，日盛下修2018~2019年獲利。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

**重點摘要**

**近期投資評等**

10/24/2018	持有/中立
07/30/2018	持有/中立
04/30/2018	買進

**公司基本資料**

收盤價(元)(10/23/2018)	39.00
股本(百萬元)	2,486
總市值(億元)	97
每股淨值(元)	19.52
外資持股比(%)	23.13
投信持股比(%)	5.10
近20日均量(張)	3,446
融資餘額(10/23/2018)	7,944

**近90日股價相對台股指數報酬**



資料來源：CMoney

- ◆ **3Q18 毛利率下滑、營業費用高，獲利不如預期：**智原3Q18 營收14.06億元，QoQ+27.4%，YoY+10.8%，毛利率51.5%，營業利益率7.8%，稅後獲利8,700萬元，稅後EPS 0.35元，不如日盛原預估的1.4億元，主要是毛利率低於預期(日盛原預估毛利率52.46%)；營業費用因調薪、研發人力增加與shuttle等研發費用增而總計6.15億元；業外損失認列1,000萬元(包括300萬元轉投資損失與匯兌損失)所致。
- ◆ **4Q18 營收季減個位數，展望平淡：**智原預估營收季減個位數，其中 ASIC 上升(包括智慧電表、區塊鏈等)、NRE 與IP 均下滑，其中NRE 下滑係因4Q18 原本預計有一10nm tape out 認列，惟客戶考慮將轉往8nm 布局，故NRE 收入認列減少。由於ASIC 比重拉升，故4Q18 毛利率將較前季下降1%以內，營業費用則全年落於22.8 億~23 億元區間，稅率則全年預計約16%。日盛預估智原4Q18 營收13.63 億元，QoQ-3.1%，毛利率50.6%，稅後獲利9,100 萬元，稅後EPS0.37 元。
- ◆ **2019 年營收預計雙位數成長，以量產晶片為主要推手：**智原預期2019 年營收呈雙位數成長，目前預計逐季攀升，量產晶片亦預計雙位數增幅，包括5G、AIOT、SSD、區塊鏈、智慧電表、3D 感測等加持，2H19 金額將超逾1H19。至於整體動能以應用區別，目前預期以產業用成長性最佳，通訊網通次之。針對中美貿易戰，由於智原客戶應用屬性在地化深，多屬於當地製造因應當地需求，故受中美貿易戰影響性不明顯。
- ◆ **獲利調整：**由於3Q18財報不如預期，4Q18展望平淡，日盛將2018年獲利下修，日盛預估智原2018年營收49.16億元(原預估51.95億元)，毛利率52.53%(原預估52.78%)，稅後獲利2.76億元(原預估4.63億元)，稅後EPS 1.11元(原預估1.86元)，並預估2019年營收56.17億元，毛利率50.72%，稅後獲利4.54億元，稅後ESP 1.83元。

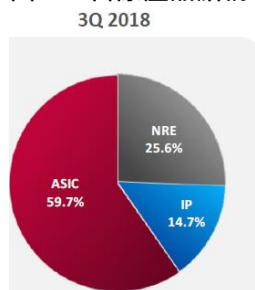
單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	4,916	5,617	1,104	1,406	1,363	1,228	1,370	1,518
營業毛利	2,582	2,849	604	725	690	629	699	766
營業利益	285	548	38	110	87	93	119	167
稅後純益	276	454	29	87	91	79	100	137
稅後 EPS(元)	1.11	1.83	0.11	0.35	0.37	0.32	0.40	0.55
毛利率(%)	52.53	50.72	54.73	51.54	50.6	51.2	51	50.48
營業利益率(%)	5.79	9.75	3.48	7.81	6.42	7.57	8.7	10.98
稅後純益率(%)	5.61	8.08	2.58	6.21	6.69	6.47	7.28	9.02
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.98	14.25	5.85	27.35	-3.05	-9.91	11.57	10.8
營業利益 YoY/QoQ(%)	-9.56	92.47	-21.54	186.14	-20.34	6.23	28.29	39.77
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-66.99	64.54	-58.66	205.95	4.44	-12.83	25.56	37.22

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

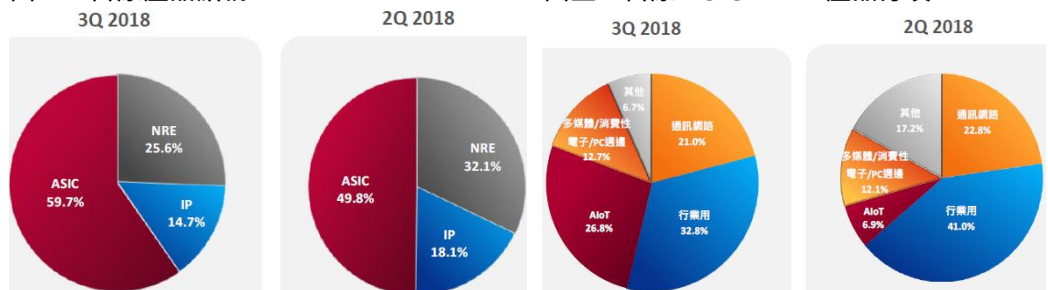
◆ 3Q18 毛利率下滑、營業費用高，獲利不如預期：

智原 3Q18 營收 14.06 億元，QoQ+27.4%·YoY+10.8%，毛利率 51.5%，營業利益率 7.8%，稅後獲利 8,700 萬元，稅後 EPS 0.35 元，不如日盛原預估的 1.4 億元，主要是毛利率低於預期(日盛原預估毛利率 52.46%)；營業費用因調薪、研發人力增加與 shuttle 等研發費用增而總計 6.15 億元；業外損失認列 1,000 萬元(包括 300 萬元轉投資損失與匯兌損失)所致。公司預估 2018 年營業費用 22.8 億元~23 億元，全年稅率原預計因高稅賦地區收入上升而使稅率將超逾 20%，不過目前因高稅賦地區收入上升幅度低於預期，故全年稅率改回約 16%。

圖一、智原產品結構



圖二、智原 ASIC+NRE 產品分項



資料來源：智原、日盛投顧彙整

智原 3Q18 營收結構為 NRE 25.6%、IP 14.7%與 ASIC 59.7%，其中 ASIC 包括通訊網路 21%(包括 optical network、networking)、產業用 32.8%與 AIOT 26.8%(兩者包括 3D 感測、SSD、投影機、無人機與醫療、穿戴裝置、5G、智慧電表、智慧家庭、機器人、車用與農業等)、多媒體/消費性與電腦周邊共 12.7%，以及其他 6.7%(包括區塊鏈)。其他項目比重由前季的 17.2% 下滑至 6.7%，係因公司 2Q18 認列 10nm 區塊鏈 tape out 的 NRE 收入，導致基期墊高。整體而言，公司預期區塊鏈 NRE+ASIC 收入，佔 2018 年營收比重 <10%。

公司 3Q18 營收 QoQ+27.4%，略優於公司原預期的 QoQ+25%，主要是 ASIC 收入季增 53%(略優於公司原預估的 QoQ+50%)，此來自於包括智慧電表、AIOT、SSD、工業機器人、農耕機與網通、區塊鏈等等應用；至於 NRE 與 IP 收入則季增約 2%~4%，大致與公司原預期相符。若以客戶別區分，則智原 3Q18 IP 占比 14.7%、IC 設計公司 26.3%、系統廠 59%，其中系統廠維持高檔 6%，係因中美系統廠在 AIOT、產業用與通訊端均有貢獻所致。

過往智原單 1~2 家客戶比重便可能高達 30%~60%，導致營收波動劇烈，目前智原將以提升客戶廣度、擴增應用領域與多元化區域分布來降低波動性。目前雖已逐步見成效，不過 2H18 智慧電表挹注貢獻大，此因智慧電表為標案性質，通常一年兩或四次標案，今年僅開兩次標案，加以標準由窄帶改至寬帶，亦使今年上下半年的整體拉貨差異大，過往 1H17：2H17=45：55，今年則上下半年差距數倍。

◆ 4Q18營收季減個位數，展望平淡：

展望4Q18，智原預估營收季減個位數，其中ASIC上升(包括智慧電表、10nm區塊鏈等)、NRE與IP均下滑，其中NRE下滑係因4Q18原本預計有一10nm tape out認列，惟客戶考慮將轉往8nm布局，故NRE收入認列減少。由於ASIC比重拉升，故4Q18毛利率將較前季下降1%以內，營業費用則全年落於22.8億~23億元區間，稅率則全年預計約16%。日盛預估智原4Q18營收13.63億元，QoQ-3.1%，毛利率50.6%，稅後獲利9,100萬元，稅後EPS0.37元。

◆ 2019年營收預計雙位數成長，以量產晶片為主要推手：

智原預期2019年營收呈雙位數成長，目前預計逐季攀升，量產晶片亦預計雙位數增幅，包括5G、AIOT、SSD、區塊鏈、智慧電表、3D感測等加持，2H19金額將超逾1H19。至於整體動能以應用區別，目前預期以產業用成長性最佳，通訊網通次之。針對中美貿易戰，由於智原客戶應用屬性在地化深，多屬於當地製造因應當地需求，故受中美貿易戰影響性不明顯。

IP設計服務流程為接獲design win後，進入NRE服務，最後導入量產，因此最前期若design win數目上升，heat rate亦高(NRE能轉為量產的比率)，則後續量產晶片挹注，亦能有效擴增營運規模。智原1Q~3Q18 design win數目YoY+60%，金額YoY+80%，其中70%為公司主攻的利基型應用，包括AIOT與局端/用戶端通訊、5G Femtocell、產業用如投影機、POS系統與農耕機等，以55nm/40m/28nm為重。智原表示1Q~3Q18 40%接案數目屬於新客戶，反映公司在拓展客戶層已逐步見成效。

通常在design win、NRE與導入量產的流程裡，首先是取得RFQ(此時可能數家IP設計服務公司均能取得)，其後各家再評估各自spec規格與價格等，經過數回合的競爭交手後，最後的IP設計服務商達陣出線。智原在評估是否要爭取訂單時，係由ROI(此項案件的未來營收貢獻規模)、轉量產的heat rate(智原表示其評估案件，heat rate多能達90%，日盛推測可能係因智原有由FPGA改為ASIC設計的客戶，因多屬於原本即有量的客戶，故NRE轉為量產的heat rate高)、設計複雜度(此與客戶本身的技術能力與智原本身IT覆蓋程度有關)、客戶的屬性與黏著度，以及產品的應用面與生命週期(比如是否屬於能長期貢獻營收的產品，而利基型產品單價相對較佳)作考量，盡量選取能在有限研發資源裡，挹注程度較佳的案件。

智原在考量NRE轉量產的接案，係針對量產金額的多寡(產品的應用領域是影響因子)、客戶本身的產品市占率、放量所需的時間長短(即lead time，此與heat rate亦相關)、產品的生命週期(比如汽車相關的晶片生命週期長)進行評估。

◆ 與三星持續進行先進製程合作：

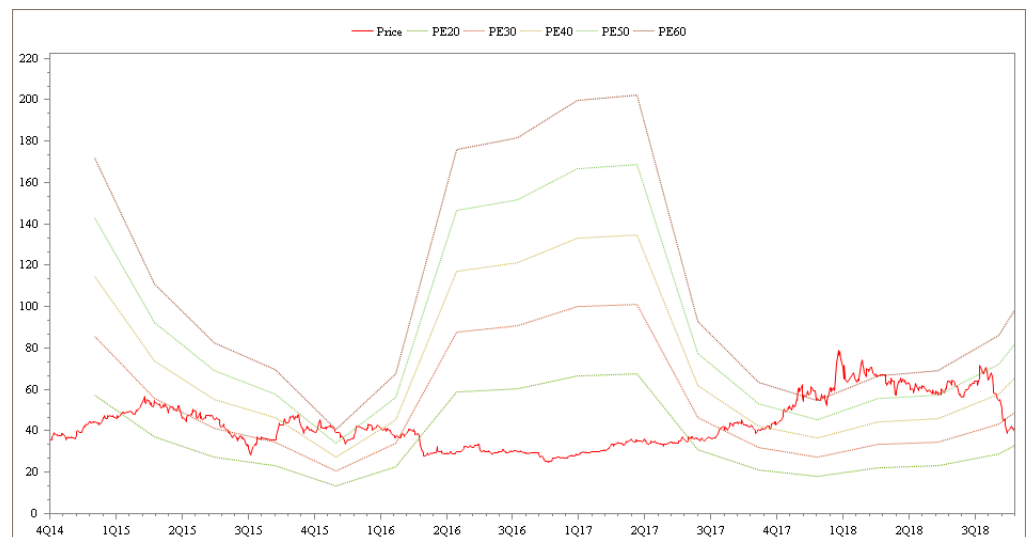
隨系統廠針對效能差異化的考量，ASIC開案需求漸增，智原提供8吋與55nm製程MCU(此部分IP自行開發)、40nm與28nm的SoC晶片(第三方或自己IP)、14nm以下的先進製程IP與NRE的服務。

智原與三星針對先進製程持續進行合作，對智原而言，服務範圍布局更行完整，能為客戶進行跨製程服務，亦能協助客戶進行下一代製程的布局。智原與三星的合作案，1Q18已取得2件10nm與1件14nm網通SoC的案件，其中一項10nm案件為區塊鏈應用，因所需IP較少，故2Q18已有量產晶片貢獻；另一項10nm案件則客戶計畫轉向8nm製程，故貢獻時間點往後遞延至2019年發生。相異於過往智原在聯電建置IP，係能針對各製程進行較完整的IP建置，在與三星合作時，智原僅選擇性以再使用率高的IP進行開發，多數仍以使用第三方IP為主。

◆ 日盛將智原評等由持有調整至中立：

由於3Q18財報不如預期，4Q18展望平淡，日盛將2018年獲利下修，日盛預估智原2018年營收49.16億元(原預估51.95億元)，毛利率52.53%(原預估52.78%)，稅後獲利2.76億元(原預估4.63億元)，稅後EPS 1.11元(原預估1.86元)，並預估2019年營收56.17億元，毛利率50.72%，稅後獲利4.54億元，稅後ESP 1.83元。智原財報不如預期，4Q18展望平淡，日盛下修2018~2019年獲利，並將評等由持有調整至中立，目標價41元(未來四季EPS與本益比25倍評價)。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20181024	中立	41.0
20180730	持有	72.0
20180430	買進	72.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月24日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	5,343	4,916	5,617	1,269	1,131	1,043	1,104	1,406	1,363	1,228	1,370	1,518
營業毛利	2,648	2,582	2,849	666	618	564	604	725	690	629	699	766
營業費用	2,333	2,298	2,301	556	577	515	566	615	602	536	580	600
營業利益	315	285	548	110	41	49	38	110	87	93	119	167
營業外收支	16	46	20	43	4	24	6	-10	26	6	5	4
稅前純益	331	331	567	154	45	73	44	100	114	99	125	171
稅後純益	836	276	454	124	41	69	29	87	91	79	100	137
最新股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
稅後 EPS(元)	3.36	1.11	1.83	0.50	0.17	0.28	0.11	0.35	0.37	0.32	0.40	0.55
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	49.57	52.53	50.72	52.5	54.62	54.03	54.73	51.54	50.6	51.2	51	50.48
營業利益率	5.89	5.79	9.75	8.7	3.62	4.69	3.48	7.81	6.42	7.57	8.7	10.98
稅前純益率	6.19	6.73	10.1	12.12	3.96	6.96	4	7.13	8.36	8.09	9.1	11.27
稅後純益率	15.65	5.61	8.08	9.77	3.65	6.61	2.58	6.21	6.69	6.47	7.28	9.02
<b>YoY(%)</b>												
營收	1.57	-7.98	14.25	-3.29	-10.03	-27.18	-26.94	10.82	20.55	17.75	24.11	7.98
營業利益	-15.38	-9.56	92.47	-1.39	31.8	--	-78.61	-0.52	113.97	89.98	210.66	51.75
稅前純益	-4.65	0.05	71.47	67.8	3.97	--	-74.32	-34.75	154.23	36.81	182.4	70.59
稅後純益	197.32	-66.99	64.54	147.34	30.53	-86.77	-80.9	-29.62	120.93	15.15	249.74	56.87
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-16.04	-10.88	-7.76	5.85	27.35	-3.05	-9.91	11.57	10.8
營業利益				-38.47	-62.96	19.64	-21.54	186.14	-20.34	6.23	28.29	39.77
稅前純益				-10.6	-70.85	61.99	-39.17	127.17	13.58	-12.83	25.56	37.23
稅後純益				-16.98	-66.73	67.24	-58.66	205.95	4.44	-12.83	25.56	37.22

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
流動資產	3,804	4,475	4,890
現金及約當現金	1,832	3,160	3,193
公允價值衡量金融資產	0	5	28
備供出售金融資產	124	10	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	630	434	508
非流動資產	2,483	2,461	2,344
公允價值衡量金融資產	--	0	29
不動產、廠房及設備	551	534	542
無形資產	536	435	405
資產總計	6,288	6,936	7,235
流動負債	1,264	1,355	2,299
短期借款	--	--	--
非流動負債	159	51	83
負債總計	1,424	1,406	2,383
股本	2,486	2,486	2,486
普通股股本	2,486	2,486	2,486
資本公積	640	599	603
保留盈餘	1,847	2,447	2,018
庫藏股票	-140	0	0
股東權益	4,864	5,530	4,852
每股淨值(元)	19.81	22.25	19.52
流動比率(%)	300.87	330.18	212.68
速動比率(%)	251.03	298.15	190.61
應收帳款週轉率(%)	5.37	5.77	1.81
負債比率(%)	22.64	20.27	32.93
稅後股東權益報酬率(%)	5.65	16.08	0.55

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	327	985	117
折舊及攤提費用	355	392	207
利息費用	--	--	--
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	28	13	8
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-198	281	84
存貨增減	155	196	-73
應付帳款增減	53	133	92
<b>營業活動現金流量</b>	<b>201</b>	<b>1,267</b>	<b>272</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	-16
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	-77	--
取得不動產、廠房及設備	-39	-32	-31
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-373</b>	<b>197</b>	<b>-255</b>
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-491	-246	--
庫藏股票增減	0	140	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-489</b>	<b>-113</b>	<b>0</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>-690</b>	<b>1,328</b>	<b>33</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 24 日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。

客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。

本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。

非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股