

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2401 TT 凌陽	中立 目標價 17	凌陽的投資評等為中立，凌陽母公司雖在車載資通訊娛樂系統與ADAS等業務逐步進展，但整體業務仍被家用DVD拖累，其餘如凌通則每年營運大致持穩，故日盛首次評等中立。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

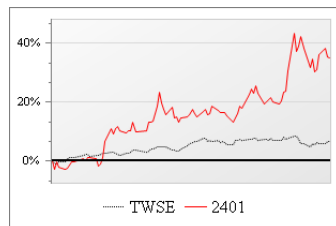
### 近期投資評等

08/25/2017	持有/中立
12/29/2016	持有/中立

### 公司基本資料

收盤價(元)(08/24/2017)	16.25
股本(百萬元)	5,920
總市值(億元)	96.2
每股淨值(元)	14.91
外資持股比(%)	12.56
投信持股比(%)	0.01
近 20 日均量(張)	15,806
融資餘額(08/24/2017)	21,832

### 近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

### 重點摘要

- ◆ **凌陽合併營收與獲利，以凌通佔比 50%最大宗：**凌陽 2Q17 產品結構為凌陽母公司 19%、凌通 53%、凌陽創新 9%、宏陽 2%與其他 17%(包含芯鼎約 10%~15%與中國轉投資)。凌陽 2Q17 財報表現欠佳，營收 18.3 億元，QoQ+24%，毛利率 41%，營業利益 6,700 萬元，稅後獲利 2,800 萬元，稅後 EPS 0.05 元。由於凌陽合併財報以凌通為最大宗貢獻，故營運仍與凌通的連貫性較大，過往凌通在第二季營收達高峰後，下半年營收便減緩，日盛預估 2017 年大抵亦呈同方向，故預估凌陽 3Q17 營收 17.96 億元，QoQ-1.85%，毛利率 40.83%，稅後 EPS 0.08 元。
- ◆ **母公司車用進展，但整體營運仍難免被家用 DVD 拖累：**母公司產品結構包括 50%與車用相關、家用 DVD 約 45%與 IP 約 5%。凌陽車用產品，主要是資通訊娛樂系統如 CarPlay/Android Auto/CarLife 等，以及少部分的 ADAS，凌陽是提供車用資通訊娛樂系統與手機相連時，針對影像、觸控、I/O 介面與聲音、WiFi 等控制的 SoC，此係透過 Pioneer、Panasonic 與 Sony，最先是導入歐美後裝市場，其後公司亦接獲中國 4~5 位前裝市場的 design-win，此預計 3Q17 末~4Q17 初可望量產。競爭對手雖以歐美廠商如 STM、Infineon 為主，但因凌陽在車用領域業已耕耘 10 年，故近年終於逐步導入市場，後續量能可望逐步擴增。至於 ADAS 部分，則包括 AVM、停車輔助、車道偏移與後方死角警示，4~6 個鏡頭用一顆 SoC，單價因與安全性相關，故單價雙位數，導入中國與台灣供應鏈。凌陽母公司雖於車用取得進展，但日盛仍預估母公司營運短期不易出現顯著成長，主要是佔比仍有 45%的家用 DVD 需求持續萎縮，每年衰退達 20%~30%，難免抵銷車用與 IP 的擴增幅度。
- ◆ **獲利未顯著好轉：**日盛預估凌陽 2017 年營收 68.33 億元，毛利率 40.19%，稅後獲利 4.08 億元，稅後 EPS 0.69 元；並預估 2018 年營收 73.31 億元，YoY+7.29%，毛利率 40.64%，稅後獲利 4.13 億元，稅後 EPS 0.7 元。

單位:百萬元	2017F	2018F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	6,833	7,331	1,479	1,830	1,796	1,729	1,597	1,964
營業毛利	2,746	2,979	574	743	733	695	655	794
營業利益	29	391	-75	67	33	4	16	127
稅後純益	408	413	318	28	49	13	39	124
稅後 EPS (元)	0.69	0.70	0.54	0.05	0.08	0.02	0.07	0.21
毛利率(%)	40.19	40.64	38.81	40.63	40.83	40.23	40.98	40.45
營業利益率(%)	0.43	5.33	-5.06	3.66	1.83	0.23	0.98	6.45
稅後純益率(%)	5.97	5.63	21.49	1.54	2.73	0.76	2.45	6.32
營業收入 YoY/QoQ (%)	-9.57	7.29	-17.55	23.73	-1.85	-3.73	-7.62	22.95
營業利益 YoY/QoQ (%)	-87.69	1,243.04	-82.81	--	-50.83	-88.04	297.26	708.77
稅後純益 YoY/QoQ (%)	239.47	1.22	495.14	-91.14	73.89	-73.15	197.39	217.34

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **凌陽目前合併營收與獲利，以凌通佔比 50%最大宗**

凌陽 1990 年成立，過往每 3~5 年新增一產品線，最早期業務主攻玩具語音 IC、電話答錄機與電視遊樂器，後切入影像相關與 STN/TFT LCD 驅動 IC，其後導入數位相機與影像 DVD/VCD，但隨通訊頻寬擴增由 2G 往 3G 至 4G 邁進，影音網路下載便利，使得 DVD 漸趨沒落。

凌陽 2006 年將各業務作拆分：面板驅動 IC 為旭曜(後來的敦泰)、手機為凌陽電通(虧損收起)、DSC 為芯鼎(後從事行車紀錄器、空拍機與運動相機等業務)、光學滑鼠為凌陽創新(以及 USB 相關)、馬達控制/雷射讀取頭為宏陽(目前亦從事 3D 列印、機器人與無人機等應用)。彼時母公司僅剩 DVD、TV 與 STB 業務，但約兩年前再將與矽統合資的傳芯科技(TV 晶片業務)處分，後又將 STB 業務出售予 Availink 中天聯科。整體而言，凌陽 2Q17 產品結構為凌陽母公司 19%、凌通 53%、凌陽創新 9%、宏陽 2%與其他 17%(包含芯鼎約 10%~15%與中國轉投資)。

表一、凌通合併營收比重分布

產品結構	細項	營收比重	細項比重	毛利率	獲利狀況
		2Q17			
凌陽母公司	車用(資通訊娛樂系統、ADAS)	19%	50%	40%~50%	車用獲利
	家用DVD		45%	<40%	
	IP		5%	100%	
凌通	多媒體晶片、MCU	53%		35%~40%	最大宗獲利來源
凌陽創新	MCU與影像相關，應用包括PC周邊。目前亦導入人機介面相關，如光學滑鼠、USB裝置與手勢控制。	9%		~45%	小幅獲利
宏陽	藍光DVD、光碟機、馬達控制(可控制9個馬達，可用於3D列印、無人機等)	2%		60%~65%	小幅獲利
芯鼎與其他	芯鼎(數位相機，因傳統DSC飽和，故目前也有導入行車紀錄器、空拍機與運動相機等)。景相應用如車用MCU與USB控制晶片。	17%		~40%	虧損

資料來源：凌通、日盛投顧彙整

◆ **母公司車用資通訊娛樂系統、ADAS 取得進展，但整體營運仍難免被家用 DVD 拖累**

凌陽 2Q17 財報表現欠佳，營收 18.3 億元，QoQ+24%，毛利率 41%，營業利益 6,700 萬元，稅後獲利 2,800 萬元，稅後僅 EPS 0.05 元。由於凌陽合併財報以凌通為最大宗貢獻，故營運仍與凌通的連貫性較大，過往凌通在第二季營收達高峰後，下半年營收便減緩，日盛預估 2017 年大抵亦呈同方向，故預估凌陽 3Q17 營收 17.96 億元，QoQ-1.85%，毛利率 40.83%，稅後 EPS 0.08 元。

凌陽母公司業務為 DVD(包括車用與家用)、ADAS 與 IP，產品結構包括 50%與車用相關、家用 DVD 約 45%與 IP 約 5%。凌陽車用產品，主要是資通訊娛樂系統如 CarPlay/Android Auto/CarLife 等，以及少部分的 ADAS，凌陽是提供車用資通訊娛樂系統與手機相連時，針對影像、觸控、I/O 介面與聲音、WiFi 等控制的 SoC，製程採用 65nm 製程，單價約個位數美元，此係透過 Pioneer、Panasonic 與 Sony，最先

2017年8月25日

是導入歐美後裝市場，其後公司亦接獲中國 4~5 位前裝市場的 design-win，此預計 3Q17 末~4Q17 初可望量產。競爭對手雖以歐美廠商如 STM、Infineon 為主，但因凌陽在車用領域業已耕耘 10 年，故近年終於逐步導入市場，後續量能可望逐步擴增。至於 ADAS 部分，則包括 AVM、停車輔助、車道偏移與後方死角警示，4~6 個鏡頭用一顆 SoC，單價因與安全性相關，故單價雙位數，導入中國與台灣供應鏈。

凌陽累積 20 年 IP，2015 年開始有 IP 收入挹注，毛利率 100%，2016 年 IP 營收下滑，主要是因凌陽與 SMIC 配合，而 SMIC 彼時產能緊俏，連帶影響凌陽 IP 收入。2017 年 SMIC 產能緊俏程度告解，目前凌陽亦將 IP 開發至台積電平台，包括 WiFi、USB2.0/3.0、DDR 等 fundamental IP，終端客戶包括系統廠如 Acer 等。

凌陽母公司雖於車用、IP 取得進展，但日盛仍預估母公司營運短期不易出現顯著成長，主要是佔比仍有 45% 的家用 DVD 需求持續萎縮，2016 年衰退 30% 左右，每年衰退達 20%~30%，難免抵銷車用與 IP 的擴增幅度。

#### ◆ 凌陽合併報表的其餘公司業務平平

至於合併報表其餘表現，凌通本身以消費性 IC 約 40% (包含玩具、有聲書、翻譯機、電話與語音、音樂控制 IC)、多媒體 IC 45%~50% (包括 MP3、PMP、數位相框、兒童電腦與遊戲機、低階相機)、其他如 MCU 約 10%~15% (包括電動車、家電 IC、遙控器、馬達控制 IC、無線充電)。凌通主要動能來自於多媒體 (如影像相關) 與 MCU，凌通的影像相關應用包括行車紀錄器、航拍、運動 DV (搭載 WiFi 功能) 等，凌通低中高階各項解析度產品均有涉足，其中行車紀錄器主攻中國 AM 市場，無人機亦以中國市場為主要切入點。MCU 則包括電動自行車、電動摩托車或電動滑板車，此主攻中國市場；另外，無線充電則以 T(X) 晶片為主，已通過 Qi 認證，但目前市場因缺乏領導品牌，又基礎設施未完善，故仍需觀察中。日盛認為凌通營運亦無顯著亮點，預估營運持平至小增。

凌陽創新主要業務是 MCU+影像處理，以 NB camera 轉向掃描器與光學滑鼠應用。芯鼎 (除了 DSC，也有行車紀錄器業務) 2015 年是為盈利公司，但 2016 年因開發 28nm 製程，開發費用高，導致虧損發生。宏陽承作藍光 DVD，用於 OTT 或品牌廠，後轉往光碟機、馬達控制與雷射聚焦技術，新開發晶片是可用一顆 IC 控制 9 顆馬達，希冀推廣至機器人、無人機等應用。

凌陽在中國據點分布：(1) 深圳 (凌陽利華) 為 FAE 中心、(2) 上海凌陽：高峰 200 人，但因人員流動性大，故目前僅 100 人。上海凌陽為中國據點利潤最佳的分支，主要是公司在張江科技園區有廠房出租。(3) 北京北陽電子 (為電子辭典的軟體開發，供應遠見科技)，開發 16-bit CPU 予教育單位，中國約 400 所學習採用其方案，後改為凌陽益輝。(4) 北京愛普：類似補習班，培訓畢業生進入企業。(5) 凌陽成芯 (成都)。

#### ◆ 日盛對凌陽首次評等中立

日盛預估凌陽 2017 年營收 68.33 億元，毛利率 40.19%，稅後獲利 4.08 億元 (其中 1Q17

2017年8月25日

處分大同持股的投資收益 4.94 億元) · 稅後 EPS 0.69 元 · 並預估 2018 年營收 73.31 億元 · 毛利率 40.64% · 稅後獲利 4.13 億元 · 稅後 EPS 0.7 元。凌陽母公司雖在車載資通訊娛樂系統與 ADAS 等業務逐步進展，但整體業務仍被家用 DVD 拖累，其餘如凌通則每年營運大致持穩，故日盛首次評等中立，目標價 17 元(以 2018 年稅後 EPS 與 PER 25X 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
20170825	中立	17.0
20161229	中立	11.6

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

## 損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	7,556	6,833	7,331	2,084	1,877	1,793	1,479	1,830	1,796	1,729	1,597	1,964
營業毛利	3,202	2,746	2,979	905	759	761	574	743	733	695	655	794
營業費用	2,966	2,715	2,588	817	758	690	648	675	700	692	639	668
營業利益	236	29	391	89	1	71	-75	67	33	4	16	127
營業外收支	130	514	202	38	79	37	413	34	43	24	47	49
稅前純益	366	543	593	127	79	109	338	101	76	28	63	176
稅後純益	120	408	413	23	41	53	318	28	49	13	39	124
最新股本	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920	5,920
稅後 EPS (元)	0.20	0.69	0.70	0.04	0.07	0.09	0.54	0.05	0.08	0.02	0.07	0.21
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	42.38	40.19	40.64	43.45	40.43	42.43	38.81	40.63	40.83	40.23	40.98	40.45
營業利益率	3.13	0.43	5.33	4.26	0.04	3.97	-5.06	3.66	1.83	0.23	0.98	6.45
稅前純益率	4.85	7.95	8.09	6.11	4.23	6.06	22.86	5.53	4.23	1.63	3.93	8.97
稅後純益率	1.59	5.97	5.63	1.12	2.19	2.98	21.49	1.54	2.73	0.76	2.45	6.32
<b>YoY(%)</b>												
營收	-10.75	-9.57	7.29	-9.89	-16.1	-12.64	-17.95	-12.2	-4.32	-3.59	8.02	7.34
營業利益	-58.27	-87.69	1,243.04	-55.86	-99.74	-61.66	-83.84	-24.55	4,501.68	-94.46	--	89.01
稅前純益	-60.96	48.38	9.2	-31.95	--	-66.44	563.85	-20.48	-4.26	-74.05	-81.42	73.94
稅後純益	-79.61	239.47	1.22	-75.04	--	-77.4	13,531.1	20.61	19.06	-75.38	-87.7	340.55
<b>QoQ(%)</b>												
營收				15.62	-9.93	-4.45	-17.55	23.73	-1.85	-3.73	-7.62	22.95
營業利益				17.33	-99.19	9,839.66	-82.81	--	-50.83	-88.04	297.26	708.77
稅前純益				150.01	-37.68	36.97	211.04	-70.05	-24.97	-62.88	122.71	180.42
稅後純益				901.5	76.15	29.83	495.14	-91.14	73.89	-73.15	197.39	217.34

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	2015	2016	2Q17
流動資產	8,705	8,792	8,479
現金及約當現金	4,443	4,803	3,879
公允價值衡量金融資產	24	107	10
備供出售金融資產	962	1,372	1,528
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,225	858	1,101
非流動資產	6,894	5,837	5,169
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	3,563	2,266	2,181
無形資產	193	191	179
<b>資產總計</b>	<b>15,599</b>	<b>14,629</b>	<b>13,648</b>
流動負債	2,741	3,045	2,708
短期借款	646	550	628
非流動負債	1,633	895	600
<b>負債總計</b>	<b>4,374</b>	<b>3,941</b>	<b>3,309</b>
股本	5,920	5,920	5,920
普通股股本	5,920	5,920	5,920
資本公積	897	911	703
保留盈餘	2,445	2,012	2,267
庫藏股票	-63	-63	-63
<b>股東權益</b>	<b>11,225</b>	<b>10,688</b>	<b>10,340</b>
每股淨值(元)	16.2	15.34	15
流動比率(%)	317.61	288.7	313.09
速動比率(%)	272.91	260.52	272.43
應收帳款週轉率(%)	4.87	5.1	1.39
負債比率(%)	28.04	26.94	24.24
稅後股東權益報酬率(%)	6.25	1.3	0.31

資料來源：CMoney · JS 預估

## 現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	910	366	439
折舊及攤提費用	365	385	183
利息費用	38	40	15
股利收入	-32	-34	0
權益法認列關聯企業損益	-254	-36	-89
處分不動產、廠房及設備	-6	0	2
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	13	21	7
應收帳款增減	155	193	-114
存貨增減	123	367	-243
應付帳款增減	-63	67	-18
<b>營業活動現金流量</b>	<b>1,007</b>	<b>1,239</b>	<b>-460</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
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	306	--
取得不動產、廠房及設備	-381	-164	-65
處分不動產、廠房及設備	24	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-288</b>	<b>352</b>	<b>398</b>
短期借款增減	342	-96	71
長期借款增減	293	-446	-1,003
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	-144	-188	--
發放現金股利	-355	-527	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>119</b>	<b>-1,247</b>	<b>-880</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>866</b>	<b>361</b>	<b>-925</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

## 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