

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6288 TT 聯嘉	買進 目標價 34	聯嘉首次的投資評等為買進，目標價34元，潛在漲幅31.5%，主要理由如下： (1) 新產能及新專利挹注，營運狀況將從4Q17開始顯著好轉； (2) 2018年營運具大幅成長契機，且成功切入Tesla供應鏈有利評價提升。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

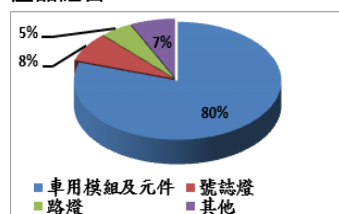
近期投資評等

日期	評等
09/01/2017	買進

公司基本資料

均價(元)(08/31/2017)	25.86
股本(百萬元)	1521
總市值(億元)	39
每股淨值(元)	11.01
外資持股比(%)	-
投信持股比(%)	-
近20日均量(張)	-
融資餘額(08/31/2017)	-

產品組合



重點摘要

- ◆ **1H17 受匯率影響表現欠佳**：受到新台幣升值的影響，聯嘉 1H17 的營運低於預期，毛利率受匯率影響約 6 個百分點，1H17 營收 YoY-2.21%，主要原因是新舊車款產品處於交替期，且因為 2017 年接的主要都是歐美地區的訂單，由於歐美地區的法規要求比中國嚴謹，因此 2017 年訂單雖然接的較多，但 1H16 試產的產品數量為 4 款，1H17 試產的數量達 11 款，導致 1H17 營運表現欠佳，EPS -0.09 元，表現低於預期。
- ◆ **成功切入 Tesla Model 3 供應鏈**：聯嘉於 2017 年成功切入 Tesla 的供應鏈，正式成為 Tesla 概念股，目前是提供新款 Model 3 的尾燈及煞車燈等產品，由於聯嘉有新專利，Tesla 因此更改設計改用聯嘉的產品，並直接指定 Tier1 廠使用聯嘉的產品，成功切入 Tesla 供應鏈是進入電動車市場的一大里程碑，隨著 Model 3 的產量及交車輛持續放大，聯嘉的營運將同步受惠，評價也可望進而提升。
- ◆ **持續擴產及開發新專利產品因應未來發展**：由於目前產能不足，聯嘉已分別在中國及台灣擴充 SMT 產線，擴充後兩地各有 8 條產線，一條產線一年的產值可達 2.6 億元，擴線完成之後未來每個月的營收規模可達 3~4 億元的水準。新專利產品 UniFlex(可撓式軟性導光膜組)目前除 Tesla 之外，另外有 4 款車型將陸續出貨，複眼式頭燈可整合遠光燈、近光燈、日行燈，根據客戶需求做各式不同搭配，也將陸續開始對營運產生實質貢獻，新產能及新專利將是帶動未來營運成長的主要動力來源。
- ◆ **2018 年營運具大幅成長契機**：新產品的出貨將逐步放大，2H17 的營運成長動能將轉強，預估 11~12/2017 的營收就有機會刷新單月新高紀錄，2018 年新專案堆疊的效應將持續顯現，加上新產線將產生貢獻，整體營運將從 4Q17 開始明顯好轉，2018 年的營運具有大幅成長的契機，加上晉升 Tesla 概念股有利評價提升，首次的投資評等為買進，評價給予 2018 年 EPS 1.37 元及 PER 25X(3346 TT 麗清 PER 區間 20 X~40X)。

單位:百萬元	2016	2017F	2018F	2H16	1H17	2H17F	1H18F	2H18F
營業收入淨額	2,471	2,617	3,598	1,211	1,233	1,384	1,704	1,894
營業毛利	515	488	772	229	218	270	344	429
營業利益	134	74	230	48	17	57	81	149
稅後純益	103	32	208	48	-13	45	71	138
稅後 EPS (元)	0.68	0.21	1.37	0.32	-0.09	0.30	0.46	0.90
毛利率(%)	20.83%	18.64%	21.46%	18.94%	17.65%	19.52%	20.16%	22.63%
營業利益率(%)	5.41%	2.82%	6.39%	4.00%	1.36%	4.12%	4.73%	7.88%
稅後純益率(%)	4.18%	1.23%	5.79%	3.97%	-1.07%	3.28%	4.15%	7.26%
營業收入 YoY(%)	-3.64%	5.89%	37.49%	-10.25%	-2.21%	14.33%	38.24%	36.82%
營業利益 YoY(%)	119.25%	-44.78%	211.45%	38.12%	-80.29%	17.70%	379.81%	161.83%
稅後純益 YoY(%)	82.72%	-68.84%	546.87%	-6.35%	-	-5.55%	-	202.61%

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介**

聯嘉成立於 1995 年，早期是做紅、綠光雷射，產品主要應用在聖誕燈，而後轉型做 LED 設備檢測，再轉入做號誌燈及路燈產品，1999 年進入 LED 封裝領域，目前主力產品是 LED 車用元件及模組與 LED 路燈，主要市場為歐美及中國，聯嘉在 2005 年開始進入車燈市場領域，2007-2008 年進行集團資源整合，2009 年之後迅速進入歐美及中國市場，接獲馬自達、克萊斯勒及福特等車廠的訂單，2012 年設立東莞廠，2015 年東莞廠開始獲利，2012 年開始多家車廠陸續進行測試，持續接獲訂單，2017 年車用市場的耕耘逐步開花結果，近年增加很多新產品及新專利也開始進入收割期。

圖一、聯嘉主要產品

Automotive 車用產品		Industrial 工業性產品
Components 元件	Module/EMS Services 模組	Energy Saving Products 節能產品
<ul style="list-style-type: none"> • High Power LED • PLCC/SMD LED • Through Hole LED • Super Flux LED/Piranha LED 	<ul style="list-style-type: none"> • Headlamps • Rear Lamps • Interior Lighting • Exterior Lighting 	<ul style="list-style-type: none"> • LED Street Lights • LED Traffic Signals • LED Wall Pack • LED Shoe Box • LED Bay Light
		

資料來源：聯嘉

聯嘉目前車燈的營收佔比約 80%，節能產品佔 13% (路燈 5%、號誌燈 8%)、其他 7%，區域別歐美市場佔 64%、亞洲佔 36%，近年來由於毛利率較高的車用模組產品的比重持續增加，因此帶動獲利大幅成長，目前車燈產品中，前、後段燈各約佔一半的營收比重，前燈中頭燈的佔比仍相當低，以日行燈跟霧燈為主，頭燈預估要到 2019 年比重才會放大。

◆ **主要客戶為國際一線車燈廠，提供客製化產品及服務**

聯嘉主要提供模組跟零件，屬於 Tier2~Tier3 廠商，提供 LED 封裝到銷售的一站式服務，跟同業最大的不同是擁有自行封裝的能力，因此可以提供客製化的模組產品，目前 ODM 跟 OEM 比重約為 8:2。聯嘉的主要客戶包括 Ventra、Flex-N-Gate、Hella、Magna、Varroc 等國際大廠，主要終端車廠客戶涵蓋國際及中國各大車廠。2017 年新增加許多客戶，客戶比重出現較大變化，目前亞洲最大的客戶是 Hella，透過 Hella 進入中國車燈產品供應鏈，Magna 也是出貨到中國，未來有機會進一步出全球車種。聯嘉的車用食人魚 Type、PLCC Type LED 及 LED 模組等產品，已取得德國、美國、日本、中國、台灣等國際車燈廠的合格供應商，累積出貨已超過 200 萬組 LED 模組產品與 20 億顆以上的車用 LED 產品。

◆ 成功切入 Tesla Model 3 供應鏈

聯嘉於 2017 年成功切入 Tesla 的供應鏈，是透過 Flex-N-Gate 接單，正式成為 Tesla 概念股，目前是提供新款 Model 3 的尾燈及煞車燈等產品，Model 3 早期的訂單是由 Osram 跟三星取得，後來由於聯嘉有新專利，Tesla 因此更改設計改用聯嘉的產品，Tesla 直接指定 Tier1 廠使用聯嘉的產品，成功切入 Tesla 供應鏈是進入電動車市場的一大里程碑；Model 3 已於 07/2017 正式上市並開始導入量產，年底前的週產量目標為 5 千台，隨著 Model 3 的產量及交車輛持續放大，聯嘉的營運將同步受惠，評價也可望進而提升。

圖二、聯嘉主要車廠客戶



資料來源：聯嘉

◆ LED 車燈滲透率將持續成長

全球前 10 大車燈供應商涵蓋 85% 市佔率，前 5 大廠的市佔率更高達 7 成以上，為寡佔市場。目前 LED 在尾燈的滲透率已超過 7 成，在日型燈的滲透率也達 4 成，但在頭燈的滲透率仍相當低，目前不到 10%。LED 車燈需要光學、機構、光學、熱流 4 大領域的專業，聯嘉的 LED 元件車燈產品從低功率到高功率都有，訊號燈多使用低功率產品，前燈多使用高功率產品，2016 年頭燈模組開發完成，2017 年研發專案數為 27 個，高於 2016 年的 25 個。

目前頭燈產品的主要競爭對手為 Osram、Luminleds、Nichia 等大廠，頭燈的流明數比訊號燈高很多，技術層次高且各國法規要求不同，LED Chip 的來源主要是晶電及聯勝等國內廠商，所有零組件供應商需要通過車廠認證，車廠早期多會指定使用歐司朗或是飛利浦的產品，2016 年之前車燈產品使用聯嘉自有元件的比重大約 4 成，2017 年的使用率已達 7 成，利潤空間將會大幅提升。

◆ **持續擴產及開發新專利產品因應未來發展**

由於目前產能嚴重不足，1H17 已在中國緊急擴充 3 條 SMT 產線，台灣則是擴充了 4 條，預計在 09/2017 擴充完畢，擴充後中國及台灣都各有 8 條產線，一條產線一年的產值可達 2.6 億元，為了因應後續的訂單需求，2018 年會持續擴充包括 PLCC 產線在內的產能，2018 年底預計會前往美國設廠，中國地區的生產線也會持續擴充，預估擴線完成之後，未來每個月的營收規模可達 3-4 億元的水準。

在 2 大新專利產品 UniFlex 及複眼式頭燈產品方面，UniFlex(可撓式軟性導光膜組)產品可以廣泛應用在室內燈及尾燈，車燈造型將不受限，整合尾燈、方向燈、煞車燈等訊號燈，車廠可以大幅降低成本並可有更多車燈造型設計，在歐盟、德國、美國、日本、中國、台灣等地都已取得專利，目前除 Tesla 之外，另外有 3 個車廠共 4 款車型將陸續開始出貨。另一個專利產品複眼式頭燈方面，可整合遠光燈、近光燈、日行燈，最多可搭載 6 顆燈，可以根據客戶需求做各式不同搭配，同時可降低 LED 車燈的設計及生產成本，將陸續開始對營運產生實質貢獻。

2 項專利新產品涵蓋車頭燈及車後燈，只要使用到聯嘉的專利，產品內部所需的發光元件就必須使用聯嘉的產品，且由於具有專利，車廠會指定 Tier1 廠直接下單給聯嘉，目前公司評估 2 項專利領先同業約 3-5 年，聯嘉的產品差異化就是來自於專利。

◆ **2H17 營運成長動能將轉強，2018 年有大幅成長契機**

聯嘉 1H17 的營運低於預期，主要是受到新台幣升值的影響，1H17 的毛利率受匯率影響約 6 個百分點，1H17 營收較 1H16 呈現小幅衰退(YoY-2.21%)，主要原因是 1H17 新舊車款產品剛好處於交替期，且因為 2017 年接的主要都是歐美地區的訂單，而 2016 年主要是接亞洲及中國地區的訂單，由於歐美地區的法規要求比中國嚴謹，因此 2017 年訂單雖然接的多，但 1H16 試產的產品數量為 4 款，1H17 試產的數量達 11 款，導致 1H17 營收表現較差。

1H17 新產品的貢獻不大，但新產品的出貨量將逐步放大，2H17 的營運成長動能將轉強，7 月通常是歷年營收最差的月份，今年由於美國國慶加上高溫假的影響，客戶實際拉貨的時間只有一週，導致 07/2017 營收呈現明顯下滑(YoY-23.64%)，預估 08-09/2017 的營收將與 2016 年同期持平，隨著新產品陸續導入量產，預估 11-12/2017 的營收就有機會挑戰 3 億元的關卡，刷新單月歷史新高的紀錄。

整體而言，2016 年量產的車款達 64 款，2017 年為 72 款，1H17 有 11 個車款處於試產階段，預計在 2018 年全部車款將正式導入量產，由於接單都是 3-5 年的訂單，隨著新專案陸續導入量產，新專案堆疊的效應將會持續顯現，加上新擴充的產線將陸續產生貢獻，整體營運狀況將從 4Q17 開始明顯好轉，2018 年的營運具有大幅成長的契機，加上晉升 Tesla 概念股有利評價提升，首次的投資評等為買進，評價給予 2018 年 EPS1.37 元及 PER25X(3346 TT 麗清 PER 區間 20-40X)。

2017年9月1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