

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1733 TT	買進	五鼎的投資評等由中立調升至買進，目標價37元，潛在漲幅17%，主要理由如下：
五鼎	目標價 37	血糖機出貨占比提升，略微下修1Q19獲利至YoY+26%；近期股價修正，已反應3/2019營收表現；2019年無商譽減損，2H19將有NRE專案收入，獲利動能提升。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

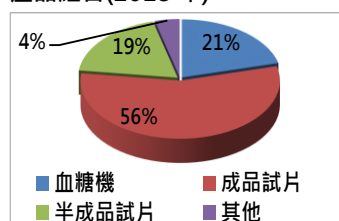
**近期投資評等**

04/22/2019	買進
02/25/2019	到價轉中立
01/25/2019	買進

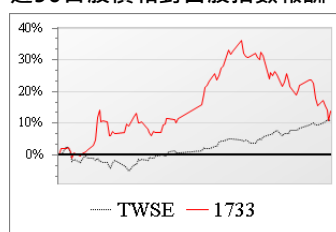
**公司基本資料**

收盤價(元)(04/19/2019)	31.65
股本(百萬元)	1,000
總市值(億元)	31.7
每股淨值(元)	16.47
外資持股比(%)	9.77
投信持股比(%)	0.19
近20日均量(張)	865
融資餘額(04/19/2019)	2,109

**產品組合(2018年)**



**近90日股價相對台股指數報酬**



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,044	2,412	555	520	525	573	663	652
營業毛利	560	664	189	129	126	140	199	197
營業利益	227	284	101	49	46	49	93	96
稅後純益	95	197	70	-37	22	47	68	60
稅後 EPS(元)	0.95	1.97	0.71	-0.37	0.22	0.47	0.68	0.60
毛利率(%)	27.41	27.52	34.12	24.88	24.09	24.5	30.1	30.3
營業利益率(%)	11.12	11.78	18.18	9.35	8.69	8.6	14.1	14.7
稅後純益率(%)	4.65	8.15	12.68	-7.15	4.14	8.21	10.25	9.21
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.83	18.02	11.55	-6.37	0.97	9.06	15.72	-1.65
營業利益 YoY/QoQ(%)	41.21	24.98	205.38	-51.88	-6.11	7.97	89.7	2.53
稅後純益 YoY/QoQ(%)	11.18	106.75	57.16	--	--	116.3	44.45	-11.68

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

**重點摘要**

- ◆ **血糖機出貨占比提升，下修1Q19獲利至YoY+26%：**五鼎3/2019營收1.83億元(YoY+24%)，1Q19營收5.24億元(YoY+10%)，達成率96%，略低預期，係因美國遠距客戶配合電信商更改通訊模組軟體，導致3G聯網功能血糖機出貨遞延至2Q19。截至1Q19，血糖機營收占比19%、成品試片60%、半成品試片18%，其他3%。出貨量方面，1Q19血糖機47萬台(YoY+47%)、成品試片1.85億片(YoY+25%)、半成品試片8,700萬片(YoY-9%)，除日本Arkray將部分半成品轉為成品外，血糖機及成品試片均表現優異。因1Q19血糖機出貨比提升，日盛略為調降毛利率至24%(YoY-2.5ppts)，預估1Q19稅後淨利0.22億元(YoY+26%)，稅後EPS 0.22元(原估0.28元)。
- ◆ **2019年義大利、日本、美國子公司展望較佳：**五鼎主要客戶依序為：#1義大利M客戶，營收佔比35~36%，預計2019年訂單成長YoY+5~10%(不含NRE)；#2日本Arkray佔比22~23%，除日本市場自行生產外，歐美市場訂單由韓國i-SENS與五鼎分食，由於五鼎在量測精密度及生產成本均優於i-SENS，預計2019年Arkray將增加五鼎採購比重；#3奧地利客戶佔比12%，2019年小量成長；#4美國M客戶，以自有品牌銷售醫院量測設備及耗材，佔比8%，2019年持平；#5美國子公司Omnis，在歷經重整及組織調整，2019年起陸續接獲來自零售通路訂單，預估2019年Omnis營收達1,000萬美元(YoY+67%)，並可望損益兩平(2018年虧損約100萬美金)；#6美國遠距客戶，佔比<5%，2018年原預估出貨5萬台搭載3G聯網功能血糖機，惟因客戶遭同業併購，實際出貨僅1.8萬台，預計待客戶端軟體調整後2Q19起完成剩餘3.2萬台出貨，而新款4G產品，目前尚未生產。新客戶則包括美國血銅客戶及2019年首次打入巴西市場。
- ◆ **無商譽減損及NRE專案收入，2019年獲利動能提升：**雖3G機種遞延及4G機種尚未生產，日盛略微下修營收，然成品試片1Q19成長力道(YoY+25%)優於2018全年表現(YoY+12%)，隨血糖機出貨增加，後續客戶將有機會增加對試片採購。此外，五鼎非血糖檢測產品占比已達15%，公司並持續開發GCTU四合一量測產品，提高機台ASP及毛利率。五鼎與義大利客戶合作的NRE專案，雙方合作品項為醫院用即時監控套件組，預計3Q19完成開發驗收，將認列第二筆工程款200萬歐元，待客戶認證完成後，最快2020年由五鼎開始量產，營運穩健向上。2019年無認列商譽減損(2018年影響EPS約0.8元)。日盛維持2019年獲利，預估稅後淨利1.97億元(YoY+107%)，稅後EPS 1.97元，目前PER 16倍，介於歷史區間中緣，建議買進。(以2019年PER 18.5倍評價)

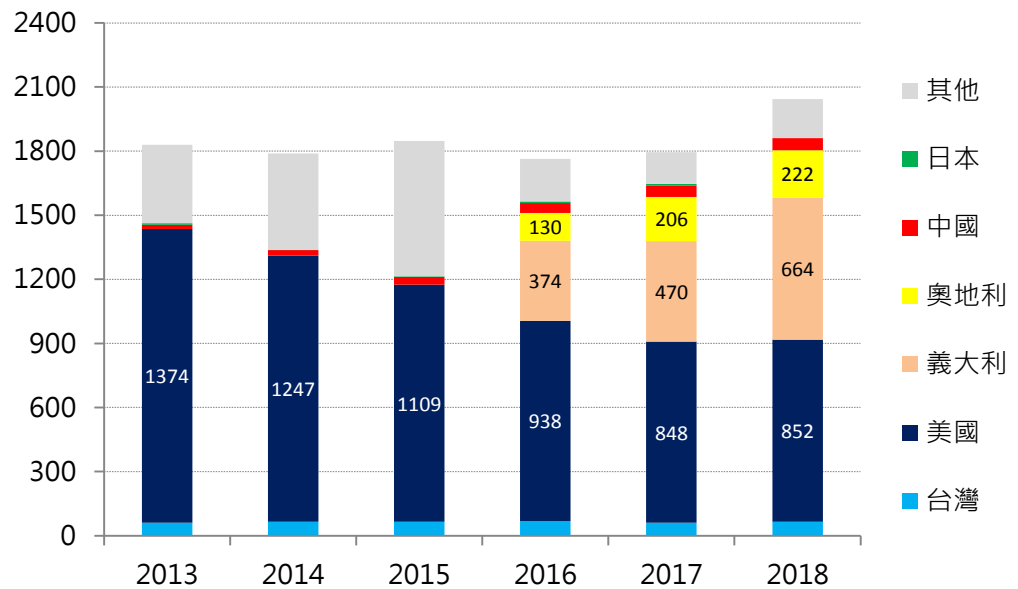
◆ **五鼎投資美國子公司，並增加歐洲市場布局，走出營運谷底：**

五鼎成立於 1997 年，主要業務為利用專利生物感應技術研發及製造檢測儀器與試片等，並以代工方式為全球血糖機大廠生產製造血糖機與血糖試片。截至 2018 年產品組合為：血糖機佔比 21%、成品試片 56%、半成品試片 19%及其他 4%。

過去五鼎主要客戶位於美國市場，營收占比高達 75%。然而，2013 年起美國推動新醫保政策，大幅調降了對於血糖機及血糖試片的補助，平均降幅高達 3 成以上，導致美國訂單流失。五鼎遂於 2013 年起陸續投資美國通路商 Omnis Health LLC，5/2/2017 取得約 75% 股權，移轉對價 4,428 萬；2/13/2018 再以債做股方式，增加投資比率至 98.88%，因收購產生之商譽為 8,288 萬元，主要來自於合併營運所產生之綜效。五鼎並持續布局美洲以外的市場。截至 2018 年，美國市場占比已下滑至 42%，其餘則來自包括義大利 33%、奧地利 11%、中國 3%、台灣 3%及其他 9%。

圖一、五鼎各區域市場經營狀況

單位：百萬元



資料來源：五鼎、日盛投顧彙整

◆ **4Q18 認列一次性 Omnis 商譽減損，推估影響 EPS 0.8 元：**

五鼎 4Q18 稅後淨損 0.37 億元，稅後 EPS-0.37 元，符合日盛預期，係因：4Q18 提列美國子公司 Omnis 的一次性商譽損失約 8,000 萬元(預估影響 EPS 約 0.8 元)，合計 2018 年稅後淨利 0.95 億元(YoY+11%)，稅後 EPS 0.95 元。

五鼎 2018 年營收 20.4 億元(YoY+13.8%)，其中血糖機佔比 21%(YoY+49%)、成品試片 56%(YoY+12%)、半成品試片 19%(YoY-6%)及其他 4%。2018 年機器出貨 165 萬台(2017 年 147 萬台)、成品試片 6.59 億片(2017 年 5.9 億片)，半成品試片 3.55 億片(2017 年 3.78 億片)。

2019 年 4 月 22 日

◆ 2019 年義大利、日本、美國子公司展望轉佳：

目前五鼎主要客戶依序為：#1 義大利 M 客戶，主營生化檢驗的診斷與醫材通路，營收佔比 35~36%，預計 2019 年訂單成長 YoY+5~10%(不含 NRE)；#2 為日本 Arkray 佔比 22~23%，除日本市場自行生產外，歐美市場訂單由韓國 i-SENS 與五鼎分食，由於五鼎產品在量測精密度及生產成本均優於 i-SENS，預計 2019 年 Arkray 將增加採購五鼎的比重，1Q19 營收比重已提升至 25%；#3 為奧地利客戶佔比 12%，以「血糖+膽固醇」的雙檢測產品為主，2019 年小量成長；#4 為美國 M 客戶，以自有品牌銷售醫院量測設備及耗材，佔比 8%，2019 年持平。

#5 為美國子公司 Omnis，在歷經重整及組織調整，2018 年美國子公司營收 600 萬美金，其中九成來自 Medicare；2019 年起陸續接獲來自 Retail 零售通路的訂單，預估 2019 年 Omnis 營收達 1,000 萬美元(YoY+67%)，其中 Retail 佔比約 2~3 成，並可望損益兩平(2018 年虧損約 100 萬美金)；

#6 為美國遠距客戶，佔比<5%，2018 年原預估出貨 5 萬台搭載 3G 聯網功能的血糖機，惟因客戶遭同業併購，導致實際出貨僅 1.8 萬台，原剩餘的 3.2 萬台，原預計在 1Q19 起出貨，惟因美國遠距客戶配合電信商更改通訊模組軟體，導致 3G 聯網功能血糖機出貨遞延至 2Q19。而新款 4G 聯網的新產品，目前則尚未展開生產。2019 年五鼎新客戶則包括：美國血銅客戶及 2019 年首次打入巴西市場。

◆ 無商譽減損及 NRE 專案收入，2019 年獲利動能提升：

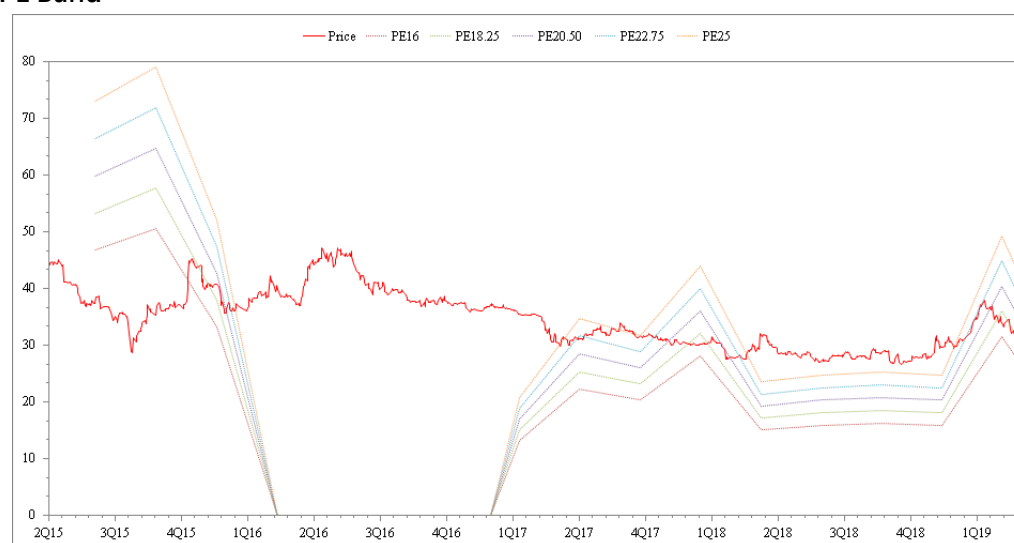
雖 3G 機種遞延及 4G 機種尚未生產，日盛略微下修營收，然成品試片 1Q19 成長力道 (YoY+25%) 優於 2018 全年表現 (YoY+12%)，隨血糖機出貨增加，後續客戶將有機會增加對試片採購。

此外，目前五鼎非血糖檢測產品占比已接近 15%，其中 12% 為血酮，3% 為尿酸及膽固醇等。公司並持續開發 GCTU 四合一量測產品 (G 血糖、C 膽固醇、T 三酸甘油酯、U 尿酸)，增加產品附加功能，並提高機台 ASP 及毛利率。

五鼎與義大利客戶合作的 NRE 專案，雙方合作品項為醫院用即時監控套件組，預計 3Q19 完成開發驗收，將認列第二筆工程款 200 萬歐元，待客戶認證完成後，最快 2020 年由五鼎開始量產，營運穩健向上。

考量 2019 年無認列商譽減損(2018 年影響 EPS 約 0.8 元)，日盛維持 2019 年獲利，預估稅後淨利 1.97 億元(YoY+107%)，稅後 EPS 1.97 元，目前 PER 16 倍，介於歷史區間中線，建議買進。(以 2019 年 PER 18.5 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
20190422	買進	37.0
20190227	中立	36.0
20190125	買進	36.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月22日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,795	2,044	2,412	472	470	498	555	520	525	573	663	652
營業毛利	432	560	664	164	125	117	189	129	126	140	199	197
營業費用	271	333	380	84	80	84	89	81	81	91	106	102
營業利益	161	227	284	79	45	33	101	49	46	49	93	96
營業外收支	-49	-66	-8	-18	-18	26	2	-76	-15	13	4	-10
稅前純益	112	161	276	61	27	59	103	-27	31	63	97	86
稅後純益	86	95	197	45	17	45	70	-37	22	47	68	60
最新股本	997	997	997	997	997	997	997	997	997	997	997	997
稅後 EPS(元)	0.86	0.95	1.97	0.45	0.17	0.45	0.71	-0.37	0.22	0.47	0.68	0.60
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	24.04	27.41	27.52	34.69	26.5	23.42	34.12	24.88	24.09	24.5	30.1	30.3
營業利益率	8.97	11.12	11.78	16.81	9.5	6.64	18.18	9.35	8.69	8.6	14.1	14.7
稅前純益率	6.24	7.9	11.46	12.97	5.76	11.84	18.49	-5.27	5.91	10.95	14.64	13.15
稅後純益率	4.77	4.65	8.15	9.47	3.63	9	12.68	-7.15	4.14	8.21	10.25	9.21
<b>YoY(%)</b>												
營收	1.82	13.83	18.02	27.94	10.7	18.59	16.07	10.14	11.59	15.01	19.31	25.33
營業利益	-34.52	41.21	24.98	140.2	205.04	-20.49	297.61	-38.77	2.06	48.95	-7.47	97.17
稅前純益	114.98	44.09	71.35	--	--	-2.86	253.77	--	14.55	6.32	-5.52	--
稅後純益	2,589.5	11.18	106.75	--	--	-22.29	218.61	--	27.43	4.93	-3.56	--
<b>QoQ(%)</b>												
營收	--	--	--	-1.34	-0.34	5.83	11.55	-6.37	0.97	9.06	15.72	-1.65
營業利益	--	--	--	212.44	-43.67	-26.02	205.38	-51.88	-6.11	7.97	89.7	2.53
稅前純益	--	--	--	110.98	-55.74	117.51	74.17	--	--	101.88	54.77	-11.68
稅後純益	--	--	--	102.23	-61.84	162.7	57.16	--	--	116.3	44.45	-11.68

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	2017	2018	4Q18
流動資產	1,599	1,582	1,582
現金及約當現金	623	318	318
公允價值衡量金融資產	0	32	32
備供出售金融資產	30	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	550	642	642
非流動資產	1,101	963	963
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	762	762	762
無形資產	294	195	195
資產總計	2,700	2,546	2,546
流動負債	1,018	502	502
短期借款	245	0	0
非流動負債	17	400	400
負債總計	1,035	902	902
股本	997	997	997
普通股股本	997	997	997
資本公積	128	62	62
保留盈餘	544	574	574
庫藏股票	-1	-1	-1
股東權益	1,665	1,644	1,644
每股淨值(元)	16.69	16.47	16.47
流動比率(%)	156.98	315.37	315.37
速動比率(%)	102.97	187.3	187.3
應收帳款週轉率(%)	4.43	4.82	1.09
負債比率(%)	38.33	35.42	35.42
稅後股東權益報酬率(%)	5.04	5.75	-2.24

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	112	161	161
折舊及攤提費用	110	106	106
利息費用	9	11	11
股利收入	-1	0	0
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	53	-8	-8
應收帳款增減	-126	-187	-187
存貨增減	-32	-106	-106
應付帳款增減	-3	22	22
營業活動現金流量	71	68	68
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	-1	-1
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-17	-75	-75
處分不動產、廠房及設備	--	--	--
投資活動現金流量	-85	-45	-45
短期借款增減	229	-245	-245
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	0	395	395
公司債償還	0	-345	-345
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-150	-150	-150
庫藏股票增減	-1	0	--
籌資活動現金流量	79	-345	-345
淨現金流量	43	-304	-304

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月22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