

2024 年 8 月 20 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價 169.50 元
目標價
3 個月 187.00 元
12 個月 187.00 元

凌陽創新(5236 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

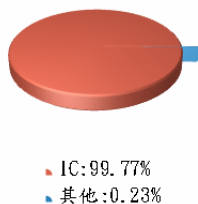
AI PC 滲透率有助於未來獲利成長。

投資建議：雖然毛利率季減，但長期有望維持 60%；雖然光罩費用不利短期獲利，但使用高階的製程可降低功耗需求，綜合以上原因，投資建議為 Trading Buy，目標價 187 元，以 2024 年 EPS 8.89 元，給予 21 倍本益比。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 584
市值(億元) 99
目前每股淨值(元) 40.06
外資持股比(%) 2.84
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 54.10
融資餘額(張) 2,749
現金股息配發率(%) 95.11

產品組合



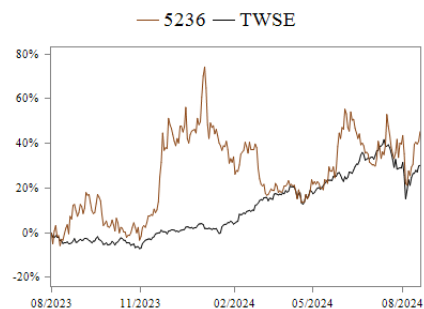
2H24 營運有望優於 1H24：公司表示，由於未來晶片要走向低功耗，會往比較先進的製程前進，合作晶圓廠為台積電(2330 TT)，2H24 會再開光罩，會有比較高的費用，不確定認列在哪一季，2H24 營運有望優於 1H24。公司表示，60%的毛利率是追求的目標，60%以上是因為庫存回沖，1H24 回沖利益約 0.4 億。

群益預估 2024/2025 年營收獲利將成長：群益預估 2024 全年營收 17.85 億元，YoY+8.19%；稅後純益 5.20 億元，YoY+21.45%；稅後 EPS 8.89 元。

群益預估 2025 全年營收 19.06 億元，YoY+6.76%；稅後純益 5.35 億元，YoY+2.99%；稅後 EPS 9.16 元。

ISP 可應用在非 PC 領域：凌陽創新的 ISP 除了應用在 PC 以外，影像辨識還有用在洗衣機、洗碗機(有無洗乾淨)、車用後視鏡、咖啡機、抽油煙機、烤箱(看食物狀態)、咖啡機、電視(看人是否還在看電視)、門鎖(有人經過可以拍照)、戶外信箱(郵差送信可以拍照傳送至手機)…等。

股價相對大盤走勢



HPD 的滲透率有望隨著 AI PC 滲透率提高而提高：主要應用在 PC 的為 HPD (Human Presence Detection, 人體存在偵測)已量產。有 HPD 功能的 PC，只要人在螢幕前，電腦會自動開機；人不在電腦前，螢幕會先關閉，之後在開機，是隨時在偵測人臉，HPD 功能是屬於 AI PC 的一環，HPD 的產品 ASP 較高，毛利率略高於現有產品，1H24 HPD 在 NB 的滲透率不到 5%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,650	1,785	1,906	402	480	444	364	407	504	510	382	449
營業毛利淨額	1,016	1,106	1,179	242	308	290	237	248	310	310	241	282
營業利益	474	578	639	98	155	150	120	98	160	200	105	145
稅後純益	428	520	535	108	136	121	113	110	134	162	103	124
稅後 EPS(元)	7.33	8.90	9.16	1.85	2.33	2.08	1.94	1.89	2.30	2.77	1.76	2.13
毛利率(%)	61.60%	61.94%	61.88%	60.12%	64.20%	65.29%	65.20%	61.06%	61.48%	60.78%	63.20%	62.82%
營業利益率(%)	28.74%	32.40%	33.53%	24.47%	32.19%	33.73%	32.94%	24.20%	31.73%	39.22%	27.50%	32.28%
稅後純益率(%)	25.93%	29.10%	28.08%	26.89%	28.38%	27.38%	31.08%	27.15%	26.64%	31.68%	26.93%	27.72%
營業收入 YoY/QoQ(%)	7.03%	8.19%	6.76%	24.02%	19.40%	-7.59%	-17.93%	11.75%	23.92%	1.15%	-25.13%	17.53%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	14.59%	21.45%	2.99%	74.59%	26.04%	-10.85%	-6.84%	-2.39%	21.61%	20.28%	-36.37%	21.01%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 5.84 億元計算。

2024 年 8 月 20 日

公司簡介：

凌陽創新科技股份有限公司於 2006 年自母公司凌陽科技(2401 TT)的「控制與週邊事業群」分割成立的 IC 設計公司，2021 年上櫃。凌陽創新主要產品為網路攝影機 ISP(Image Signal Processor)及 HID(Human interface device)微控制器晶片。

凌陽創新在全球筆電影像處理器的主要對手為瑞昱(2379 TT)，由於客戶不會只有一家供應商，目前凌陽創新市佔與瑞昱相當。

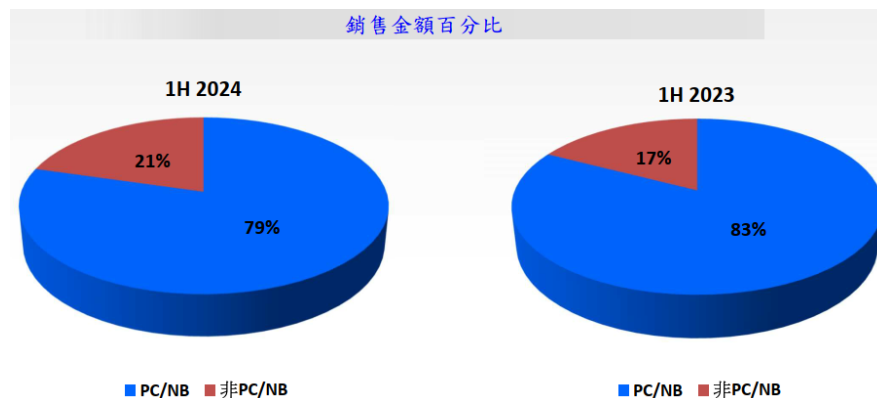
凌陽集團合計持股凌陽創新約 50%。

產品介紹：

影像信號處理ISP晶片		
	主要規格	終端應用
筆電嵌入式 網路攝影機ISP	<ul style="list-style-type: none"> • HD/Full-HD/5M/4K2K解析度 • Windows Hello/HPD/SecureBIO人臉辨識 • 窄邊框NB使用超小型封裝 • 3D影像降噪 (TNR) • HDR 	<ul style="list-style-type: none"> • 筆記型電腦 • Chromebook • All-in-one PC • Windows平板電腦
非筆電及外接式 網路攝影機ISP	<ul style="list-style-type: none"> • USB2.0 HD/Full-HD/5M/8M • USB2.0 超低耗能 • 長距離傳輸USB2.0 HD • USB3.0 高傳輸速度 • Edge AI 	<ul style="list-style-type: none"> • 智慧屏、智能電視 • PC外掛網路視訊攝影機 • 汽車後視攝影機 • 文件/教學掃描儀 • 醫療內窺/遠距診療攝影機 • 高解析度工業用攝影機 • VR頭盔/AR智慧眼鏡

資料來源：公司，群益投顧彙整。

終端產品應用：



資料來源：公司，群益投顧彙整。

ISP 可應用在非 PC 領域：

凌陽創新的 ISP 除了應用在 PC 以外，影像辨識還有用在洗衣機、洗碗機(有無洗乾淨)、車用後視鏡、咖啡機、抽油煙機、烤箱(看食物狀態)、咖啡機、電視(看人是否還在看電視)、門鎖(有人經過可以拍照)、戶外信箱(郵差送信可以拍照傳送至手機)…。等。

HPD 的滲透率有望隨著 AI PC 滲透率提高而提高：

2024 年 8 月 20 日

主要應用在 PC 的為 HPD (Human Presence Detection, 人體存在偵測)已量產。有 HPD 功能的 PC, 只要人在螢幕前, 電腦會自動開機; 人不在電腦前, 螢幕會先關閉, 之後在關機, 是隨時在偵測人臉, HPD 功能是屬於 AI PC 的一環, HPD 的產品 ASP 較高, 毛利率略高於現有產品, 1H24 HPD 在 NB 的滲透率不到 5%。

2Q24 存貨季增主因看好旺季需求：

2Q24 毛利率 61.1%，季減約 4%。公司表示因成熟產品有降價，還有產品組合改變；2Q24 費用季增約 0.3 億，主因為開光罩所產生的費用。2Q24 存貨約有季增、年增，主因有新產品推出，而且客戶有需求，多為急單，所以有多準備一些存貨，存貨包含了封裝好的 IC、還沒封裝的 IC(封裝時間約 2~3 周)、晶片。

1H24 非 PC/NB 占比降低，公司表示，一些成熟的產品在往高階部分在轉換，PC 轉為 AI PC 需要一些時間。

2H24 營運有望優於 1H24：

公司表示，由於未來晶片要走向低功耗，會往比較先進的製程前進，合作晶圓廠為台積電(2330 TT)，2H24 會再開光罩，會有比較高的費用，不確定認列在哪一季，2H24 營運有望優於 1H24。公司表示，60%的毛利率是追求的目標，60%以上是因為庫存回沖，1H24 回沖利益約 0.4 億。

2024 年 AI PC 滲透率不如年初預期：

大家都在下修 AI PC 在 2024 年的滲透率，主因成本增加了 40~50%，大廠規定 AI PC 要達到一定的算力，記憶體要有一定的量，AI PC 目前也只能做小模型的運算，實際需求還需再觀察。

投資建議：

雖然毛利率季減，但長期有望維持 60%；雖然光罩費用不利短期獲利，但使用高階的製程可降低功耗需求，綜合以上原因，投資建議為 Trading Buy，目標價 187 元，以 2024 年 EPS 8.89 元，給予 21 倍本益比。

2024 年 8 月 20 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 8 月 20 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	3,288	2,921	2,948	3,443	3,778
流動資產	3,236	2,858	2,890	3,602	2,970
現金及約當現金	1,700	2,012	1,898	2,450	1,989
應收帳款與票據	358	241	283	275	331
存貨	208	315	157	345	196
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	6	6	13	10	7
負債總計	708	443	423	574	549
流動負債	692	425	406	554	424
應付帳款及票據	161	57	63	67	148
非流動負債	17	18	18	16	40
權益總計	2,580	2,478	2,525	2,869	3,229
普通股股本	585	585	584	584	584
保留盈餘	812	613	701	1,046	1,405
母公司業主權益	2,580	2,478	2,525	2,869	3,229
負債及權益總計	3,288	2,921	2,948	3,443	3,778

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	839	207	560	617	695
稅前純益	785	466	505	617	645
折舊及攤銷	12	13	16	12	9
營運資金變動	19	-94	122	-176	174
其他營運現金	22	-179	-83	164	-132
投資活動現金	-586	673	-258	-26	-1,214
資本支出淨額	-4	-3	-11	-10	-5
長期投資變動	-580	683	-229	-230	-240
其他投資現金	-2	-6	-18	214	-969
籌資活動現金	536	-585	-416	-39	58
長借/公司債變動	0	0	0	-1	24
現金增資	961	0	0	0	0
發放現金股利	-420	-585	-410	-175	-175
其他籌資現金	-6	0	-6	138	210
淨現金流量	783	312	-114	552	-461
期初現金	917	1,700	2,012	1,898	2,450
期末現金	1,700	2,012	1,898	2,450	1,989

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	2,288	1,542	1,650	1,785	1,906
營業成本	849	597	634	679	726
營業毛利淨額	1,440	944	1,016	1,106	1,179
營業費用	665	507	542	527	540
營業利益	774	437	474	578	639
EBITDA	790	463	495	440	450
業外收入及支出	11	12	5	38	6
稅前純益	785	466	505	617	645
所得稅	150	92	77	97	110
稅後純益	635	373	428	520	535
稅後 EPS(元)	10.88	6.39	7.33	8.90	9.16
完全稀釋 EPS**	10.88	6.39	7.33	8.90	9.16

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 5.84【最新股本】億元計算。

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 5.84 億元計算。

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	25.47%	-32.63%	7.03%	8.19%	6.76%
營業毛利淨額	38.20%	-34.40%	7.63%	8.79%	6.65%
營業利益	34.84%	-43.54%	8.49%	21.96%	10.48%
稅後純益	35.87%	-41.25%	14.59%	21.45%	2.99%
獲利能力分析(%)					
毛利率	62.91%	61.26%	61.60%	61.94%	61.88%
EBITDA(%)	34.54%	30.03%	30.01%	24.65%	23.61%
營益率	33.83%	28.35%	28.74%	32.40%	33.53%
稅後純益率	27.77%	24.21%	25.93%	29.10%	28.08%
總資產報酬率	19.32%	12.78%	14.51%	15.09%	14.16%
股東權益報酬率	24.63%	15.06%	16.94%	18.11%	16.57%

償債能力檢視

負債比率(%)	21.54%	15.15%	14.35%	16.67%	14.53%
負債/淨值比(%)	27.46%	17.86%	16.76%	20.00%	17.00%
流動比率(%)	467.72%	672.73%	712.46%	650.00%	700.00%

其他比率分析

存貨天數	81.52	159.92	136.10	135.00	136.00
應收帳款天數	56.20	70.92	57.91	57.00	58.00

2024 年 8 月 20 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	324	402	480	444	364	407	504	510	382	449	546	529
營業成本	147	160	172	154	127	158	194	200	141	167	213	206
營業毛利淨額	177	242	308	290	237	248	310	310	241	282	333	323
營業費用	105	143	154	140	117	150	150	110	136	137	134	133
營業利益	72	98	155	150	120	98	160	200	105	145	199	190
業外收入及支出	6	12	15	-2	21	13	3	2	2	2	0	2
稅前純益	77	111	170	147	141	111	163	202	107	146	200	192
所得稅	15	2	34	26	28	1	28	40	4	22	44	40
稅後純益	62	108	136	121	113	110	134	162	103	124	156	152
最新股本	584	584	584	584	584	584	584	584	584	584	584	584
稅後EPS(元)	1.06	1.85	2.33	2.08	1.94	1.89	2.30	2.77	1.76	2.13	2.67	2.60

獲利能力(%)

毛利率(%)	54.54%	60.12%	64.20%	65.29%	65.20%	61.06%	61.48%	60.78%	63.20%	62.82%	61.05%	60.99%
營業利益率(%)	22.11%	24.47%	32.19%	33.73%	32.94%	24.20%	31.73%	39.22%	27.50%	32.28%	36.52%	35.86%
稅後純益率(%)	19.10%	26.89%	28.38%	27.38%	31.08%	27.15%	26.64%	31.68%	26.93%	27.72%	28.59%	28.68%

QoQ(%)

營業收入淨額	-7.17%	24.02%	19.40%	-7.59%	-17.93%	11.75%	23.92%	1.15%	-25.13%	17.53%	21.67%	-3.11%
營業利益	-13.45%	37.22%	57.11%	-3.18%	-19.86%	-17.88%	62.48%	25.00%	-47.50%	37.97%	37.67%	-4.87%
稅前純益	-21.45%	42.79%	53.73%	-13.33%	-4.28%	-21.23%	46.58%	23.95%	-46.93%	36.79%	36.51%	-4.13%
稅後純益	-22.18%	74.59%	26.04%	-10.85%	-6.84%	-2.39%	21.61%	20.28%	-36.37%	21.01%	25.49%	-2.83%

YoY(%)

營業收入淨額	-38.99%	-11.43%	131.82%	27.03%	12.31%	1.19%	5.02%	14.96%	4.88%	10.30%	8.31%	3.74%
營業利益	-63.36%	-33.08%	1229.29%	80.66%	67.27%	0.10%	3.52%	33.65%	-12.45%	47.11%	24.65%	-5.14%
稅前純益	-61.30%	-27.63%	1075.85%	49.44%	82.12%	0.46%	-4.22%	36.98%	-24.06%	31.87%	22.82%	-5.01%
稅後純益	-61.30%	-11.51%	1078.66%	52.67%	82.76%	2.17%	-1.41%	33.01%	-9.15%	12.64%	16.23%	-6.10%

註1：稅後EPS以股本5.84億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。