JihSun Holdings
JihSun Securities Investment Consulting 日盛投顧

訪談報告(投研部)

2019 年 4 月 19 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
5274 TT 信驊	中立 目標價 704	信驊的投資評等為中立，信驊今年營運成長力道較為平緩，非伺服器管理晶片業務貢獻力道不顯著。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

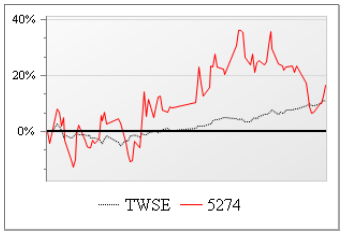
近期投資評等

04/18/2019	持有/中立
06/09/2017	持有/中立
04/17/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/18/2019)	668.00
股本(百萬元)	340
總市值(億元)	227.1
每股淨值(元)	68.5
外資持股比(%)	52.18
投信持股比(%)	4.07
近 20 日均量(張)	346
融資餘額(04/18/2019)	371

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **雲端運算推升資料中心建置，帶動2018年營收YoY+14%：**雲端運算需求帶動亞馬遜、臉書、谷歌與微軟等廠商，紛紛建置超大型資料中心，帶動超大型資料中心以每年10%~15%的幅度成長，優於伺服器產業平均4%~6%成長幅度，而信驊亦受惠此趨勢，2018年營收成長14.17%。隨Purley平台滲透率提高，信驊2018年毛利率亦由前年度的57.91%，攀升至2018年的59.89%，公司2018年稅後獲利6.86億元，稅後EPS 20.17元。
- **2019年伺服器管理晶片訂單動能較為平緩，2019年營收僅大致持平：**目前看來中國應仍能呈雙位數成長(惟中國僅佔公司比重約20%)、臉書力道續強，而Amazon暨1Q~3Q18動能趨升後，4Q18下滑、1Q19再回溫，04/2019則較淡，品牌廠如Lenovo、SuperMicro、Hitachi、NEC與Cisco等訂單亦較為平緩，公司2019年營收僅大致持平。針對Intel伺服器藍圖對管理晶片的變化而言，由於Whitley僅是小改版，故伺服器晶片並未更改，仍沿用Purley晶片。至於Intel下一代平台Eagle Stream 2021年方出台，故訂單分布狀況待2020年方會知曉，惟華為應仍延續自製，而HP不見得將自行開晶片，故不排除可能將外購。
- **非伺服器晶片業務貢獻力道不顯著：**隨信驊伺服器管理晶片市佔率已超逾60%，公司此塊業務僅能隨產業成長而增，故公司亦持續拓展非伺服器管理晶片業務，包括PC延長器晶片、數位看板與360度影像處理晶片，惟尚處於推廣階段，2019年貢獻力道不顯著，公司預計非伺服器管理晶片業務比重，由2018年的7%增至8%，主要由延長器晶片與數位看板晶片貢獻。(1)延長器晶片：原本為因應中國網吧iCafe的延長器晶片，轉為供應PC領域如工作站等應用，4Q18開始出貨，目前有超逾20個design-in案件。(2)數位看板3Q19晶片回來，將因應推廣2020年8K4K需求。(3)360度全景影像處理晶片：透過晶片運算能將6張即時影像拼接，隨拍即觀看及社群媒體即時直播，靜待4Q19出貨。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,154	2,199	583	484	552	542	558	546
營業毛利	1,290	1,352	354	300	340	334	342	336
營業利益	800	858	234	182	216	212	217	213
稅後純益	686	725	194	170	183	180	183	179
稅後 EPS(元)	20.17	21.32	5.71	5.00	5.39	5.30	5.37	5.27
毛利率(%)	59.89	61.49	60.64	61.93	61.65	61.57	61.23	61.51
營業利益率(%)	37.14	39.01	40.19	37.57	39.18	39.03	38.81	39.01
稅後純益率(%)	31.85	32.97	33.31	35.12	33.17	33.2	32.69	32.82
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.69	2.09	6.47	-17.02	14.09	-1.8	2.94	-2.22
營業利益 YoY/QoQ(%)	23.52	7.21	22.89	-22.42	18.97	-2.18	2.37	-1.71
稅後純益 YoY/QoQ(%)	29.09	5.67	1.74	-12.49	7.73	-1.71	1.38	-1.85

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **信驊主攻伺服器管理晶片**

信驊專營遠端管理晶片，2018 年產品結構為伺服器管理晶片 93%、PC 影音延伸晶片與數位看板晶片總計 7%。全球伺服器管理晶片供應商，隨過往瑞薩退出 Purley 平台，以及信驊 2016 年購併 Emulex 後，僅剩信驊、新唐、HP 與華為四家，其中新唐 2017 年已開始供應 Dell，HP 與華為則是採 in-house 自製供應，信驊全球市佔率約 63%(以信驊 2018 年 BMC 出貨量 790 萬顆，與全球伺服器銷量 1,242 萬台計算)。信驊伺服器管理晶片若以客戶群區分，品牌廠約占比 35%~40%、雲端服務等廠商約占 60%~65%。

◆ **2019 年訂單動能較為平緩，預計 2019 年營收僅大致持平**

由於雲端運算需求，帶動亞馬遜、臉書、谷歌與微軟等廠商，紛紛建置超大型資料中心，帶動超大型資料中心以每年 10%~15%的幅度成長，優於伺服器產業平均 4%~6%成長幅度，而信驊亦受惠此趨勢，2018 年營收成長 14.17%。隨 Purley 平台滲透率提高，信驊 2018 年毛利率亦由前年度的 57.91%，攀升至 2018 年的 59.89%，公司 2018 年稅後獲利 6.86 億元，稅後 EPS 20.17 元。

展望 2019 年，目前看來中國應仍能呈雙位數成長(尤其近年熱門的視頻分享互動，對資料中心與伺服器建置需求亦有挹注，惟中國僅佔公司比重約 20%)、臉書力道續強，而 Amazon 暨 1Q~3Q18 動能趨升後，4Q18 下滑、1Q19 再回溫，04/2019 則較淡，品牌廠如 Lenovo、SuperMicro、Hitachi、NEC 與 Cisco 等訂單亦較為平緩，公司 2019 年營收僅大致持平。針對毛利率，隨 Purley 比重拉升，2019 年毛利率可望優於 2018 年。

針對 Intel 伺服器藍圖對管理晶片的變化而言，由於 Whitley 僅是小改版，故伺服器晶片並未更改，仍沿用 Purley 晶片即可(信驊採 40nm 製程)。至於 AMD 的伺服器管理晶片，信驊亦是以同一顆晶片因應，故公司不易察覺客戶係採用 AMD 或 Intel 的主晶片。隨 Intel 下一代平台 Eagle Stream 需待 2021 年方出台，故屆時訂單分布狀況，需待 2020 年方會知曉，惟華為應仍延續自製，而 HP 下一代不見得將自行開晶片，故亦不排除可能將外購。目前信驊針對 Eagle Stream 的伺服器管理晶片，預計 sample 06/2019 方回來，係採 28nm 製程。

◆ **非伺服器晶片業務貢獻力道不顯著**

隨信驊伺服器管理晶片市佔率已超逾 60%，公司此塊業務僅能隨產業成長而增，故公司亦持續拓展非伺服器管理晶片業務，包括 PC 延長器晶片、數位看板與 360 度影像處理晶片，惟尚處於推廣階段，2019 年貢獻力道不顯著，公司預計非伺服器管理晶片業務比重，由 2018 年的 7%增至 8%，主要由延長器晶片與數位看板晶片貢獻。

(1) 延長器晶片(採 40nm 製程)：原本為因應中國網吧 iCafe 的延長器晶片，轉為供應 PC 領域如工作站等應用，4Q18 開始出貨，目前有超逾 20 個 design-in 案件；而第二代晶片則待 3Q19 sample 回來後，1Q20 將重新推廣電競玩家。(2)數位看板

3Q19 晶片回來，採 40nm 製程將因應推廣 2020 年 8K4K 需求。

(3) Cupola360 度全景影像處理晶片：主要是即是透過信驊晶片運算，能將 6 張即時影像拼接，隨拍即觀看及社群媒體即時直播。由於隨客戶鏡頭大小、角度等不同，需要搭配不同客製化的演算法，故信驊銷售晶片亦進行演算法處理。公司策略上分為 B-to-C 與 B-to-B 應用，其中 B-to-C 端目前有三客戶，美國*1(預計 4Q19 底晶片出貨)、台灣*1(預計 4Q19~1Q20 可出貨)、小型客戶(由於直接採用信驊的 reference，故出貨進度最快)。B-to-C 則包括家用端，目前已有 2~3 美國客戶 design-win 等。

◆ **日盛對信驊評等為中立**

日盛預估信驊 2019 年營收 21.99 億元，毛利率 61.49%，稅後獲利 7.25 億元，稅後 EPS 21.32 元。信驊今年營運成長力道較為平緩，非伺服器管理晶片業務貢獻力道不顯著，日盛對信驊評等為中立，目標價 704 元(以 2019 年稅後 EPS 與 PER32~34X 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
20190419	中立	704.0
20170614	持有	713.0
20170417	中立	580.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

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	1,894	2,154	2,199	495	538	548	583	484	552	542	558	546
營業毛利	1,097	1,290	1,352	285	315	322	354	300	340	334	342	336
營業費用	449	490	494	112	122	131	119	118	124	122	125	123
營業利益	648	800	858	172	193	191	234	182	216	212	217	213
營業外收支	-18	54	60	0	-23	53	14	10	16	16	14	14
稅前純益	629	854	918	172	170	243	248	192	232	228	231	227
稅後純益	531	686	725	145	131	191	194	170	183	180	183	179
最新股本	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340
稅後 EPS (元)	15.63	20.17	21.32	4.27	3.84	5.62	5.71	5.00	5.39	5.30	5.37	5.27
經營效率(%)												
毛利率	57.91	59.89	61.49	57.46	58.45	58.72	60.64	61.93	61.65	61.57	61.23	61.51
營業利益率	34.19	37.14	39.01	34.81	35.83	34.82	40.19	37.57	39.18	39.03	38.81	39.01
稅前純益率	33.21	39.66	41.73	34.76	31.62	44.42	42.56	39.71	41.98	42.02	41.39	41.54
稅後純益率	28.05	31.85	32.97	29.34	24.27	34.86	33.31	35.12	33.17	33.2	32.69	32.82
YoY(%)												
營收	40.76	13.69	2.09	32.32	18.83	22.95	16.61	-2.28	2.6	-1.02	-4.31	12.76
營業利益	21.09	23.52	7.21	14.68	27.36	40.86	24.52	5.45	12.18	10.95	-7.58	17.09
稅前純益	15.7	35.76	7.44	-3.76	37.42	67.5	32.23	11.62	36.23	-6.36	-6.95	17.98
稅後純益	19.16	29.09	5.67	-2.02	27.09	50.32	24.4	16.98	40.2	-5.72	-6.06	5.36
QoQ(%)												
營收				-0.98	8.66	1.79	6.47	-17.02	14.09	-1.8	2.94	-2.22
營業利益				-8.4	11.83	-1.09	22.89	-22.42	18.97	-2.18	2.37	-1.71
稅前純益				-8.29	-1.16	42.99	2.02	-22.59	20.63	-1.71	1.38	-1.85
稅後純益				-6.94	-10.11	46.17	1.74	-12.49	7.73	-1.71	1.38	-1.85

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	1,819	1,819
現金及約當現金	854	1,093	1,093
公允價值衡量金融資產	0	89	89
備供出售金融資產	278	0	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	91	139	139
非流動資產	1,064	1,013	1,013
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	53	85	85
無形資產	939	842	842
資產總計	2,663	2,833	2,833
流動負債	511	424	424
短期借款	50	0	0
非流動負債	75	79	79
負債總計	585	504	504
股本	339	341	341
普通股股本	339	341	341
資本公積	960	1,057	1,057
保留盈餘	788	963	963
庫藏股票	--	--	--
股東權益	2,078	2,329	2,329
每股淨值(元)	61.23	68.37	68.37
流動比率(%)	313.21	428.8	428.8
速動比率(%)	294.25	396.08	396.08
應收帳款週轉率(%)	5.39	5.57	1.13
負債比率(%)	21.98	17.78	17.78
稅後股東權益報酬率(%)	26.71	31.13	7.58

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	629	854	854
折舊及攤提費用	128	138	138
利息費用	2	1	1
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	--	--	--
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	19	-25	-25
應收帳款增減	-80	-36	-36
存貨增減	-11	-54	-54
應付帳款增減	41	-24	-24
營業活動現金流量	820	779	779
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	-80	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-40	-75	-75
處分不動產、廠房及設備	--	--	--
投資活動現金流量	-215	-7	-7
短期借款增減	-345	-50	-50
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	-406	-510	-510
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-751	-560	-560
淨現金流量	-165	239	239

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