

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3540 TT 曜越	買進 目標價 35	躍越的投資評等由持有調升至買進，目標價35元，潛在漲幅27.5%，主要理由如下： (1) 水冷產品及電源供應器出貨持續成長； (2) 2018年展望樂觀，產品組合可望持續改善。

研究員 曾德璋

104507@jsun.com

重點摘要

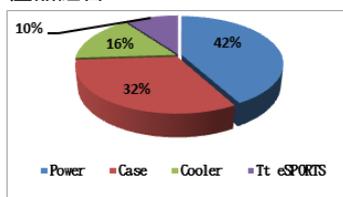
近期投資評等

02/12/2018	買進
09/01/2017	持有/中立
08/04/2016	到價轉中立

公司基本資料

收盤價(元)(02/09/2018)	27.45
股本(百萬元)	666
總市值(億元)	18.3
每股淨值(元)	19.53
外資持股比(%)	4.42
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	6,614
融資餘額(02/09/2018)	5,242

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **4Q17毛利率可望持續改善：**躍越3Q17稅後EPS 0.63元，大致符合日盛預期，其中電源供應器部分，受惠採礦需求延續，動能持續強勁，且中高階產品出貨比例增加下，毛利率持續改善，而4Q17營收8.6億元，大致符合預期，毛利率則因電源供應器比重稍稍下滑，在產品組合改善下，可望較3Q17增加，而4Q17費用將因年底提列而增加，日盛預估躍越4Q17稅後EPS 0.41元。
- ◆ **電競桌機市場為公司發展重心：**躍越產品主要仍以電競桌機零組件為主，主攻高階玩家市場，其中水冷散熱為公司近年來積極發展之產品，主攻歐美玩家，目前仍屬於小眾市場，不過毛利率高、成長性強，公司散熱產品平均毛利率為各產品線之冠，佔營收比重由2015年的9%提升至2017年的15%，整體來說成長性維持高檔。公司於4Q17開始在台灣銷售整機式水冷主機，單價10萬~50萬元，2018年將積極拓展至其他國家。
- ◆ **採礦需求1H18可望延續：**電源供應器部分，自2Q17起在採礦需求帶動下，動能維持在高檔水準，公司也於2H17陸續推出1000W以上產品，目前來看，挖礦需求1H18仍可望持續，公司認為即便採礦需求放緩，對公司整體營收影響也有限，且電源供應器比重下滑也有助公司產品組合轉好，而2H18在Intel、Nvidia等大廠新產品陸續推出下，電競市場需求仍可望持續維持成長。
- ◆ **2018年可望維持成長，日盛調升躍越投資評等至買進：**在電競市場持續維持成長下，公司對2018年整體營運展望樂觀，水冷產品及整機水冷主機將為銷售重心，在產品組合持續改善下，毛利率可望持續向上，日盛上修躍越2018年營收及獲利預估值，將躍越投資評等由持有調升至買進，目標價35元(以2018年稅後EPS及PER 14倍計算)。

單位:百萬元	2017F	2018F	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	3,507	3,695	932	887	953	884	999	858
營業毛利	1,217	1,283	322	319	339	291	350	302
營業利益	141	186	42	25	65	31	64	25
稅後純益	122	168	42	28	59	28	58	23
稅後 EPS (元)	1.83	2.52	0.63	0.43	0.88	0.42	0.87	0.34
毛利率(%)	34.71	34.71	34.5	35.96	35.55	32.96	35.06	35.16
營業利益率(%)	4.02	5.05	4.5	2.84	6.87	3.52	6.44	2.96
稅後純益率(%)	3.47	4.54	4.53	3.2	6.18	3.17	5.8	2.67
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.59	5.37	14.51	-4.88	7.5	-7.25	13	-14.13
營業利益 YoY/QoQ(%)	83.56	32.35	155.89	-39.97	159.98	-52.46	106.79	-60.5
稅後純益 YoY/QoQ(%)	48.69	37.77	105.57	-32.77	107.69	-52.46	106.79	-60.5

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 曜越主要產品包含散熱、機殼、電源供應器及電競週邊產品：

曜越成立於1999年，產品原以散熱器為主，後切入機殼、電源供應器，以自有品牌Thermaltake行銷全球，並新增兩自有品牌LUXA2及Tt eSPORTS，其中LUXA2產品主要為手機週邊配件如行動電源、耳機等，Tt eSPORTS則為電競週邊產品如滑鼠、鍵盤及耳機。公司主要競爭對手為Corsair、Cooler master，而電競周邊產品則以羅技為主。2017年產品比重：Power佔40%以上、機殼約佔30%、散熱產品佔15%以上、電競周邊產品佔10%，各產品線毛利率：散熱>機殼>電競周邊>電源供應器。以地區別來看，美洲佔40~50%、歐洲+俄羅斯佔20~25%、亞洲佔30~35%。

圖一、曜越主要產品-整機式水冷主機



資料來源：曜越

◆ 4Q17毛利率可望持續改善：

曜越3Q17稅後EPS 0.63元，大致符合日盛預期，其中電源供應器部分，受惠採礦需求延續，動能持續強勁，且中高階產品出貨比例增加下，毛利率持續改善，而4Q17營收8.6億元，大致符合預期，毛利率則因電源供應器比重稍稍下滑，可望較3Q17增加，而4Q17費用將因年底提列而增加，日盛預估曜越4Q17稅後EPS 0.41元。

◆ 電競桌機市場為公司發展重心：

曜越產品主要仍以電競桌機零組件為主，主攻高階玩家市場，其中水冷散熱為公司近年來積極發展之產品，主攻歐美玩家，目前仍屬於小眾市場，不過毛利率高、成長性強，公司散熱產品平均毛利率為各產品線之冠，佔營收比重由2015年的9%提升至2017年的15%，整體來說成長性維持高檔。公司於4Q17開始在台灣銷售整機式水冷主機，單價10萬~50萬元，2018年將積極拓展至其他國家。

◆ **採礦需求1H18可望延續：**

電源供應器部分，自2Q17起在採礦需求帶動下，動能維持在高檔水準，公司也於2H17陸續推出1000W以上產品，目前來看，挖礦需求1H18仍可望持續，公司認為即便採礦需求放緩，對公司整體營收影響也有限，且電源供應器比重下滑也有助公司產品組合轉好，而2H18在Intel、Nvidia等大廠新產品陸續推出下，電競市場需求仍可望持續維持成長。

- ◆ **2018年可望維持成長，日盛調升曜越投資評等至買進：**在電競市場持續維持成長下，公司對2018年整體營運展望樂觀，水冷產品及整機水冷主機將為銷售重心，在產品組合持續改善下，毛利率可望持續向上，日盛上修曜越2018年營收及獲利預估值，將曜越投資評等由持有調升至買進，目標價35元(以2018年稅後EPS及PER 14倍計算)。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



2018年2月12日

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180212	買進	35.0
20170901	持有/中立	23.2
20160802	持有/中立	22.4

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年2月12日

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	3,087	3,507	3,695	805	873	814	932	887	953	884	999	858
營業毛利	1,054	1,217	1,283	277	311	266	322	319	339	291	350	302
營業費用	977	1,076	1,096	271	254	249	280	294	273	260	286	276
營業利益	77	141	186	6	57	16	42	25	65	31	64	25
營業外收支	-2	1	0	2	-19	11	4	5	0	0	0	0
稅前純益	74	142	186	8	39	27	46	30	65	31	64	25
稅後純益	82	122	168	15	31	21	42	28	59	28	58	23
最新股本	666	666	666	666	666	666	666	666	666	666	666	666
稅後 EPS(元)	1.23	1.83	2.52	0.23	0.46	0.31	0.63	0.43	0.88	0.42	0.87	0.34
經營效率(%)												
毛利率	34.15	34.71	34.71	34.41	35.64	32.61	34.5	35.96	35.55	32.96	35.06	35.16
營業利益率	2.49	4.02	5.05	0.69	6.56	2.01	4.5	2.84	6.87	3.52	6.44	2.96
稅前純益率	2.41	4.06	5.05	0.96	4.44	3.32	4.97	3.4	6.87	3.52	6.44	2.96
稅後純益率	2.65	3.47	4.54	1.87	3.51	2.52	4.53	3.2	6.18	3.17	5.8	2.67
YoY(%)												
營收	17.21	13.59	5.37	13.08	12.55	15.62	16.29	10.13	9.2	8.6	7.17	-3.25
營業利益	800.52	83.56	32.35	--	110.21	14.52	41.95	350.21	14.24	89.88	53.45	0.96
稅前純益	1,291.53	91.58	30.98	182.44	23.03	156.43	88.89	291.81	68.95	15.24	38.85	-15.76
稅後純益	202.28	48.69	37.77	-43.37	7.68	43.78	74.95	88.9	92.2	36.46	37.27	-19.34
QoQ(%)												
營收				0.44	8.42	-6.74	14.51	-4.88	7.5	-7.25	13	-14.13
營業利益				-81.07	924.54	-71.4	155.89	-39.97	159.98	-52.46	106.79	-60.5
稅前純益				-68.61	403.08	-30.3	71.63	-34.89	116.92	-52.46	106.79	-60.5
稅後純益				-37.74	104.12	-33.03	105.57	-32.77	107.69	-52.46	106.79	-60.5

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	3Q17
流動資產	2,041	2,342	2,343
現金及約當現金	463	591	706
公允價值衡量金融資產	0	4	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	891	951	807
非流動資產	276	292	264
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	119	123	101
無形資產	85	83	77
資產總計	2,318	2,634	2,608
流動負債	1,032	1,311	1,288
短期借款	266	370	470
非流動負債	4	6	5
負債總計	1,036	1,317	1,293
股本	666	666	666
普通股股本	666	666	666
資本公積	477	479	482
保留盈餘	129	187	216
庫藏股票	-37	-37	-28
股東權益	1,282	1,317	1,315
每股淨值(元)	19.92	20.49	20.16
流動比率(%)	197.87	178.6	181.99
速動比率(%)	111.53	106.06	119.35
應收帳款週轉率(%)	5.08	4.73	1.27
負債比率(%)	44.69	49.99	49.58
稅後股東權益報酬率(%)	2.1	6.35	3.31

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
繼續營業單位稅前損益	5	74	112
折舊及攤提費用	58	60	46
利息費用	3	4	4
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	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-152	-131	-41
存貨增減	-132	-66	128
應付帳款增減	197	143	-107
營業活動現金流量	-31	131	150
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	0	--
取得不動產、廠房及設備	-45	-44	-18
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-55	-62	-25
短期借款增減	43	104	100
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	-45	-22	-65
庫藏股票增減	-37	0	--
籌資活動現金流量	-40	82	44
淨現金流量	-106	128	116

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年2月12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