

2019年3月4日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2439 TT 美律	買進 目標價 190	美律的投資評等由持有調升至買進，目標價190元，潛在漲幅約16%，4Q18淨利QoQ增長主要受惠娛樂頭戴耳機及手機揚聲器ODM訂單挹注及業外收益貢獻而高於預期，預期2019年營收仍將受惠娛樂頭戴耳機及手機揚聲器ODM新訂單挹注而較2018年成長。

研究員 陳有裕  
 waynechen@jsun.com

重點摘要

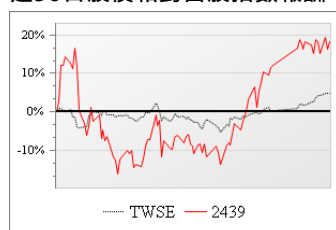
近期投資評等

03/04/2019	買進
10/30/2018	持有/中立
09/20/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(02/27/2019)	164.50
股本(百萬元)	2,036
總市值(億元)	334.9
每股淨值(元)	48.78
外資持股比(%)	38.61
投信持股比(%)	5.85
近20日均量(張)	4,259
融資餘額(02/27/2019)	5,023

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **美律公布4Q18稅後淨利為12.31億元(QoQ+48.3%)表現高於預期**：4Q18稅後EPS為6.04元，4Q18合併營收為133.9億元(QoQ+21.3%)創歷史新高，主要受部分娛樂頭戴耳機ODM訂單遞延交貨以及美系手機揚聲器ODM大客戶新產品備貨訂單拉貨不如預期影響，4Q18合併毛利率為14.5%(3Q18為15.7%)，4Q18合併營益率為8.5%(3Q18為9.4%)，4Q18業外淨收益為4.49億元(匯兌利益約1.1億元，而蘇州廠美特約貢獻2.36億元轉投資收益)；美律公布2018年稅後淨利為20.64億元(YoY-43%，因2017年處分康控投資利益墊高基期)，2018年稅後EPS為10.47元，2018年合併營收為354.95億元(YoY+33%)創歷史新高，公司4Q18產品別營收結構：娛樂頭戴式耳機佔64%、揚聲器佔32%、其他產品佔4%，2019年將配發現金股利8.6元。
- ◆ **預估美律2019年合併營收為434.97億元(YoY+22.6%)**：雖1Q19營收仍受聲學產品ODM淡季效應及中國農曆年假期工作天數影響而較4Q18旺季高檔水準下滑，但公司預期1Q19娛樂頭戴耳機及揚聲器營收均可成長約YoY+80%(因1Q17營收基期比較低)也優於市場預期，公司預期2019年娛樂頭戴耳機營收將受惠TWS耳機/電競耳機等ODM新訂單挹注而較2018年持續成長(2018年營收成長約YoY+33%)，且預期2019年揚聲器營收也將受惠美系手機揚聲器大客戶ODM份額持續提升而較2018年持續成長(2018年營收成長約YoY+38%)，公司預期1Q19營收將為2019年谷底期，而2Q~4Q/19營收將可望受惠娛樂頭戴耳機及揚聲器ODM新訂單陸續挹注而逐季回升(預期2H19營收受惠ODM旺季效應較明顯)，預估2019年稅後淨利為24.26億元(YoY+17.5%)，2019年稅後EPS為11.91元(以2019 PER 16倍來評價目標價為190元，由持有調升至買進評等)，但國際政經爭端變數後續發展影響則仍有待觀察。

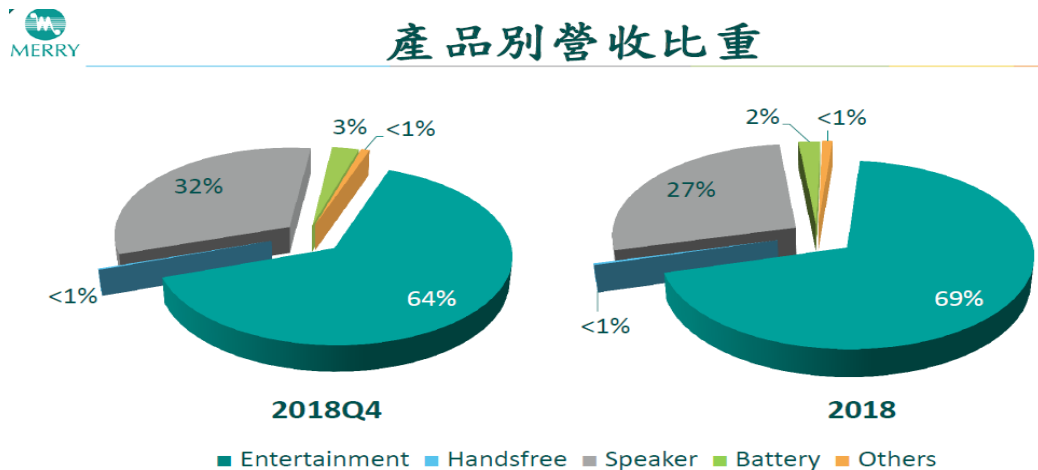
單位:百萬元	2018	2019F	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	35,495	43,497	6,709	11,037	13,390	7,751	9,023	11,633
營業毛利	4,725	5,933	648	1,734	1,937	879	1,120	1,873
營業利益	2,303	2,897	179	1,038	1,133	181	444	1,117
稅後純益	2,064	2,426	74	830	1,231	103	279	869
稅後 EPS(元)	10.14	11.91	0.36	4.08	6.04	0.51	1.37	4.26
毛利率(%)	13.31	13.64	9.67	15.71	14.46	11.34	12.42	16.1
營業利益率(%)	6.49	6.66	2.67	9.41	8.46	2.34	4.92	9.6
稅後純益率(%)	5.82	5.58	1.1	7.52	9.19	1.33	3.1	7.47
營業收入 YoY/QoQ(%)	33.04	22.55	53.89	64.52	21.32	-42.11	16.42	28.92
營業利益 YoY/QoQ(%)	-10.47	25.8	--	479.83	9.11	-84	144.75	151.77
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-43.01	17.53	--	1,023.64	48.23	-91.62	170.75	210.98

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 美律公布4Q18稅後淨利為12.31億元(QoQ+48.3%) :

美律公布4Q18稅後淨利為12.31億元(QoQ+48.3%·YoY-43%)表現高於預期·4Q18稅後EPS為6.04元·4Q18合併營收為133.9億元(QoQ+21.3%·YoY+30%)創歷史新高但不如公司原先預期·主要受部分娛樂頭戴耳機ODM訂單遞延交貨以及美系手機揚聲器ODM大客戶新產品備貨訂單拉貨不如預期影響·其中4Q18娛樂頭戴耳機營收增長QoQ+7%而揚聲器營收則成長QoQ+62%(4Q18手機揚聲器出貨量41百萬顆而2018年手機揚聲器出貨量為81百萬顆)·4Q18合併毛利率為14.5%(3Q18為15.7%)主要受蘇州廠美特揚聲器4Q代工旺季效應影響(母公司僅合併100%營收及認列49%持股轉投資收益)·4Q18合併營益率為8.5%(3Q18為9.4%)·4Q18業外淨收益為4.49億元(含匯兌利益約1.1億元)·而4Q18轉投資收益為3.23億元·其中持股49%蘇州揚聲器廠美特約貢獻2.36億元(2018年約損益兩平)·而4Q18轉投資損益也認列惠州廠0.96億元利益及東莞廠0.12億元損失(大陸兩個耳機廠美律持股均為49%而立訊持股51%)。

圖一、美律產品別營收結構

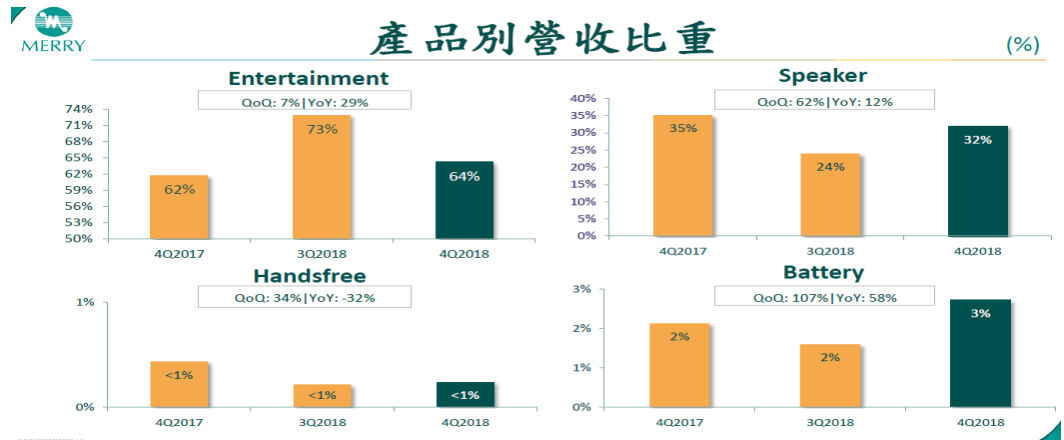


資料來源：美律·日盛投顧整理

◆ 美律公布2018年稅後淨利為20.64億元(YoY-43%) :

美律公布2018年稅後淨利為20.64億元(YoY-43%)·因2017年處分康控投資利益墊高淨利基期)·2018年稅後EPS為10.47元·2018年合併營收為354.95億元(YoY+33%)創歷史新高·2018年毛利率 13.3%·2018年營益率 6.5%·公司4Q18產品別營收結構：娛樂頭戴式耳機佔64%(無線型耳機佔81%/有線型耳機佔19%)·揚聲器佔32%(手機應用佔80%/PC&NB應用佔10%/其他佔10%)·其他產品佔4%；此外美律2019年計畫配發現金股利8.6元(現金殖利率約5.2%)。

圖二、美律4Q18產品別營收增減變異

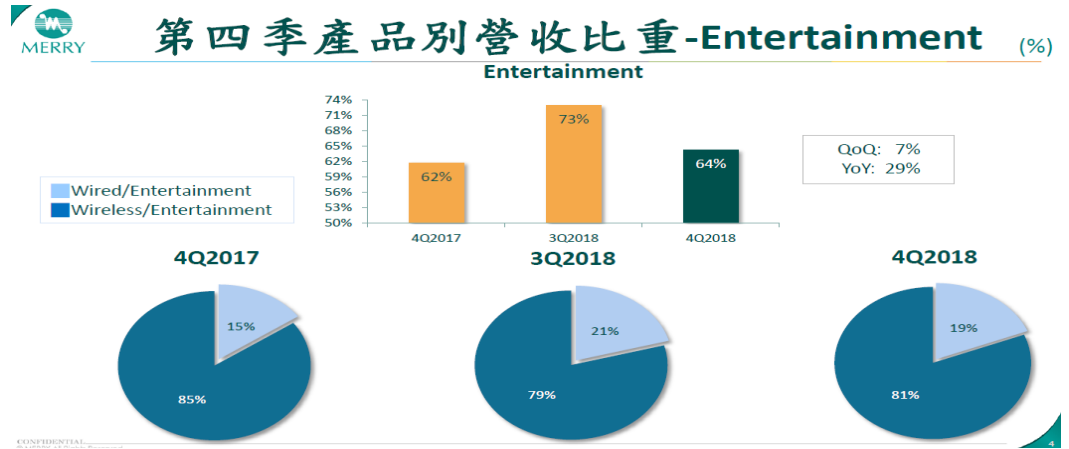


資料來源：美律·日盛投顧整理

◆ **預估美律2019年合併營收為434.97億元(YoY+22.6%)：**

雖1Q19營收仍受聲學產品ODM淡季效應及中國農曆年假期工作天數影響而較4Q18旺季高檔水準下滑，但公司預期1Q19娛樂頭戴耳機及揚聲器營收均可成長約YoY+80%(因1Q17營收基期比較低)也優於市場預期，公司預期2019年娛樂頭戴耳機營收將受惠無線消噪耳機/TWS耳機/電競耳機等ODM新訂單挹注而較2018年持續成長(2018年營收成長約YoY+33%)，且預期2019年揚聲器營收也將受惠美系手機揚聲器大客戶ODM份額持續提升而較2018年持續成長(2018年營收成長約YoY+38%)，公司預期1Q19營收將為2019年谷底期，公司預期02/2019中國農曆年假過後03/2019營收將會開始回溫增長，而2Q~4Q/19營收將可望受惠娛樂頭戴耳機及揚聲器ODM新訂單陸續挹注而逐季回升(預期2H19營收受惠旺季效應較明顯，而蘇州廠美特2019年也將可望由損平改善為有轉投資收益貢獻)，公司將持續透過產品組合優化、降低原料採購成本、提高良率及生產規模經濟效益等方式來因應2019年聲學產品同業的ODM價格激烈競爭及改善獲利率，預估美律2019年合併營收為434.97億元(YoY+22.6%)，2019年稅後淨利為24.26億元(YoY+17.5%)，2019年稅後EPS為11.91元(以2019 PER 16倍來評價目標價為190元，由持有調升至買進評等)；但國際政經貿易爭端變數後續發展對公司未來營運的影響仍有待觀察。

圖三、美律4Q18娛樂頭戴耳機營收結構

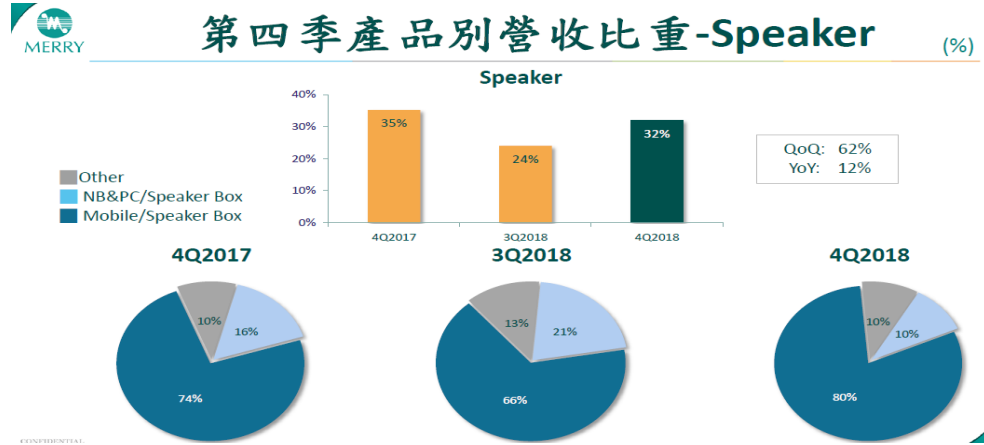


資料來源：美律·日盛投顧整理

◆ **預估美律2019年稅後淨利為24.26億元(YoY+17.5%)：**

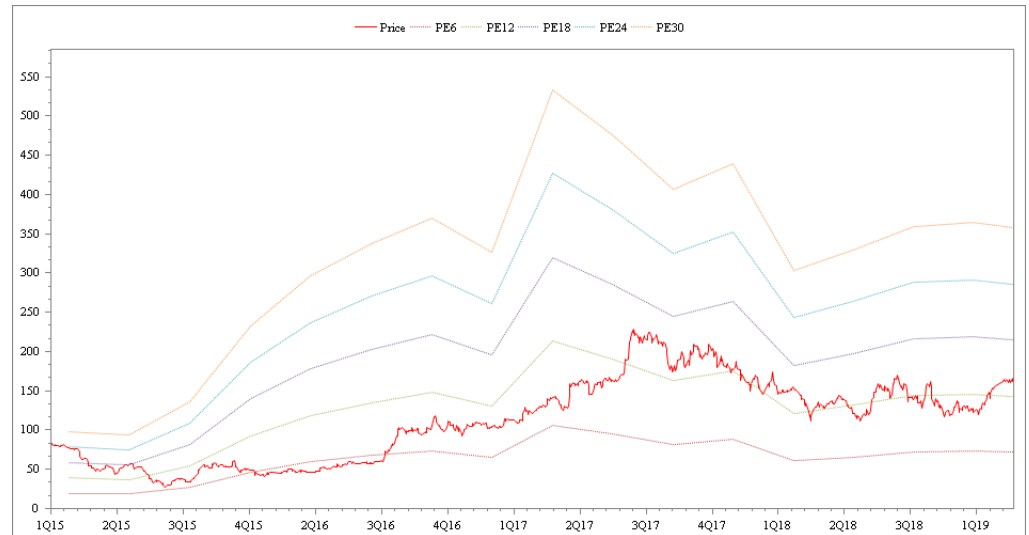
美律與立訊合資的東莞新廠已在3Q18投產以提供頭戴耳機新增產能(但美律將採合併認列東莞新廠營收及扣除立訊代工成本模式認列合併毛利以及轉投資收益，而不同於美特蘇州廠的合併營收及獲利認列模式)，預期2019年手機揚聲器營收將受惠美系手機揚聲器ODM大客戶代工份額可望由約15%~20%持續提高到約25%~30%而能持續成長(雖市場預期美系智能手機大廠ODM客戶2019年手機銷售量將會持續下滑)，公司也計畫將以提高美律現有泰國廠區生產量來因應美國提高中國大陸產品的進口關稅變數影響所需(美國市場約佔美律50%營收比重)，預計3Q19泰國廠將開始生產一款娛樂頭戴耳機新產品(但生產及轉運成本也會高於美律現有的深圳耳機廠)，2H18母公司合併毛利率(不含揚聲器毛利)改善提高主要受惠電競耳機及TWS耳機等毛利率較佳的新訂單挹注(2018年娛樂耳機營收中電競耳機約佔27%而TWS耳機約佔22%)，公司預期2019年娛樂頭戴耳機毛利率在產品組合優化下將會較2018年改善提高，此外2018年智慧音箱零組件約佔揚聲器營收10%以下(1Q18已併購Sonavox智慧音箱相關子公司)，而公司也預期醫療助聽器新產品約2019年營收比重5%以下(1Q18已併購中國大陸歐仕達助聽器品牌廠)，近期也併購台中助聽器公司衡欣醫材，且在潭子工業區買下新廠預計4Q19可望開始投產醫療助聽器，未來美律將透過開發毛利率較佳的聲學新產品來持續優化產品組合以改善提升毛利率。

圖四、美律4Q18揚聲器營收結構



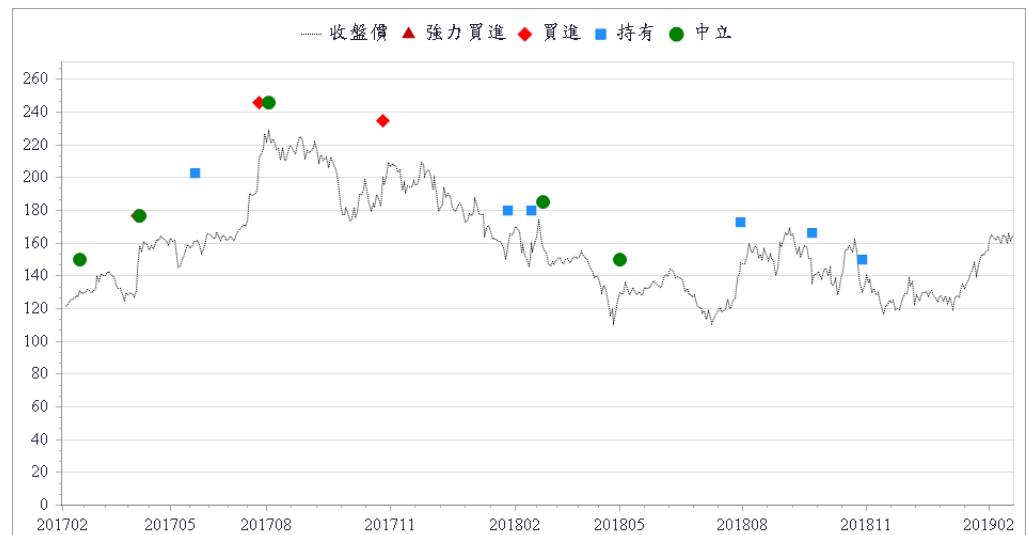
資料來源：美律·日盛投顧整理

PE Band



資料來源：CMoney·JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



2019年3月4日

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190304	買進	190.0
20181030	持有	150.0
20180920	持有	166.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年3月4日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	26,679	35,495	43,497	6,485	10,311	4,359	6,709	11,037	13,390	7,751	9,023	11,633
營業毛利	4,661	4,725	5,933	1,092	1,660	406	648	1,734	1,937	879	1,120	1,873
營業費用	2,088	2,422	3,036	496	772	453	469	696	804	698	677	756
營業利益	2,572	2,303	2,897	596	888	-47	179	1,038	1,133	181	444	1,117
營業外收支	1,685	423	349	141	1,568	-47	-37	58	449	-39	-14	41
稅前純益	4,257	2,726	3,246	737	2,456	-94	142	1,097	1,582	142	430	1,158
稅後純益	3,622	2,064	2,426	615	2,147	-71	74	830	1,231	103	279	869
最新股本	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037
稅後 EPS(元)	17.79	10.14	11.91	3.02	10.54	-0.35	0.36	4.08	6.04	0.51	1.37	4.26
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	17.47	13.31	13.64	16.84	16.1	9.3	9.67	15.71	14.46	11.34	12.42	16.1
營業利益率	9.64	6.49	6.66	9.19	8.61	-1.08	2.67	9.41	8.46	2.34	4.92	9.6
稅前純益率	15.96	7.68	7.46	11.36	23.82	-2.16	2.12	9.94	11.81	1.84	4.76	9.95
稅後純益率	13.58	5.82	5.58	9.49	20.83	-1.63	1.1	7.52	9.19	1.33	3.1	7.47
<b>YoY(%)</b>												
營收	57.5	33.04	22.55	31.46	70.68	-3.45	24.97	70.2	29.86	77.8	34.5	5.4
營業利益	55.58	-10.47	25.8	-5.18	25.08	-41.2	-69.87	74.2	27.57	--	147.77	7.59
稅前純益	72.34	-35.96	19.08	-35.4	160.01	-22.8	-78.7	48.84	-35.6	--	202.18	5.6
稅後純益	80.11	-43.01	17.53	-32.87	191.42	-21.28	-86.32	34.99	-42.68	--	277.87	4.58
<b>QoQ(%)</b>												
營收	--	--	--	20.8	59	-57.72	53.89	64.52	21.32	-42.11	16.42	28.92
營業利益	--	--	--	0.27	48.99	-67.29	--	479.83	9.11	-84	144.75	151.77
稅前純益	--	--	--	10.38	233.31	-87.52	--	671.28	44.22	-91	201.99	169.52
稅後純益	--	--	--	13.86	249.05	-88.3	--	1,023.64	48.23	-91.62	170.75	210.98

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	17,156	21,641	21,641
現金及約當現金	6,486	8,512	8,512
公允價值衡量金融資產	471	166	166
備供出售金融資產	185	0	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,203	3,075	3,075
非流動資產	9,203	8,691	8,691
公允價值衡量金融資產	0	18	18
不動產、廠房及設備	1,593	1,988	1,988
無形資產	329	1,552	1,552
資產總計	26,359	30,332	30,332
流動負債	12,035	16,178	16,178
短期借款	2,173	4,753	4,753
非流動負債	619	4,075	4,075
負債總計	12,655	20,252	20,252
股本	2,005	1,997	1,997
普通股股本	2,005	1,997	1,997
資本公積	2,985	2,789	2,789
保留盈餘	5,738	4,998	4,998
庫藏股票	-99	0	0
股東權益	13,704	10,079	10,079
每股淨值(元)	69.11	49.74	49.74
流動比率(%)	142.55	133.77	133.77
速動比率(%)	124.24	114.77	114.77
應收帳款週轉率(%)	4.92	4.35	1.48
負債比率(%)	48.01	66.77	66.77
稅後股東權益報酬率(%)	35.08	17.47	12.46

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	4,257	2,726	2,726
折舊及攤提費用	197	296	296
利息費用	27	48	48
股利收入	-33	-72	-72
權益法認列關聯企業損益	-24	-264	-264
處分不動產、廠房及設備	3	1	1
處分權益法之投資損益	-18	0	0
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-3,197	-1,810	-1,810
存貨增減	-1,062	-573	-573
應付帳款增減	1,519	878	878
營業活動現金流量	2,041	1,745	1,745
公允價值衡量金融資產增減	0	271	271
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	-453	--
取得不動產、廠房及設備	-689	-624	-624
處分不動產、廠房及設備	13	5	5
投資活動現金流量	82	-1,964	-1,964
短期借款增減	1,785	2,583	2,583
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	0	3,015	3,015
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,737	-3,144	-3,144
庫藏股票增減	4	14	--
籌資活動現金流量	56	2,283	2,283
淨現金流量	2,009	2,026	2,026

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年3月4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