

2019年4月2日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
5225 TT 東科-KY	買進 目標價 41	東科-KY的首次投資評等為買進，目標價41元，潛在漲幅16%，2018年業績轉機改善增長主要受惠智慧音箱及家用音響代工新訂單挹注，預期2019年業績仍將受惠家用音響及智慧音箱代工新訂單穩增及聲學產品組合優化使毛利率提高等因素貢獻而較2018年持續成長。

研究員 陳有裕
 waynechen@jsun.com

重點摘要

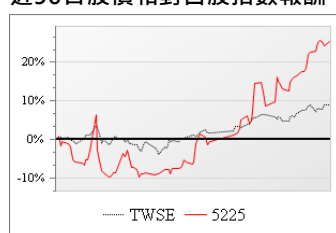
近期投資評等

日期	評等
04/02/2019	買進
-	-
-	-

公司基本資料

收盤價(元)(04/01/2019)	35.50
股本(百萬元)	617
總市值(億元)	21.9
每股淨值(元)	27.43
外資持股比(%)	60.38
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	160
融資餘額(04/01/2019)	1,059

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

◆ **東科2018年稅後淨利為2.48億元(YoY+98.3%)**：2018年稅後EPS為4.02元，2018年合併營收為92.14億元(YoY+19.8%)，2018年毛利率為12.8%(2017年為11.1%)，2018年營益率為3.1%(2017年為0.02%)，東科近年持續進行聲學產品組合優化調整，2018年公司營收主要受惠智慧音箱及中高階家用音響等亞系品牌廠客戶代工新訂單挹注而較2017年成長，且2H18毛利率也受惠中高階家用音響及智慧音箱ODM客戶的新產品訂單貢獻而提高到約15.3%(1H18毛利率約9.6%)，2018年營業費用率也因營收規模經濟性擴大效益而較2017年降低到9.7%；東科4Q18稅後淨利為1.16億元(YoY+17.2%)，4Q18稅後EPS為1.89元，4Q18合併營收為23.6億元(YoY+9.4%)，4Q18毛利率為15.4%(3Q18為15.2%)，4Q18營益率為4.9%(3Q18為7.4%)；東科2018年產品別營收結構：家用娛樂系統佔68%、個人音訊系統佔17%、穿戴式音訊佔6%、單體喇叭佔4%、其他佔5%；東科2019年將配發現金股利1.3元。

◆ **預估東科2019年稅後淨利為2.82億元(YoY+13.7%)**：公司1Q19營收為22.1億元(YoY+23.9%，QoQ-6.3%)雖仍受中國農曆年假期因素影響但因受惠小米智慧音箱ODM新訂單挹注而成長，公司預期2Q18營收也將受惠家用音響及智慧音箱等代工客戶新訂單持續出貨而較1Q19小幅增長，而3Q19旺季營收也仍將受惠家用音響/智慧音箱/耳機等傳統代工旺季效應而較2Q19成長較佳，但考量美中貿易爭端不確定變數以及2018年家用音響及智慧音箱營收基期較高等因素(但2019年耳機營收成長性較佳)，公司保守預期2019年營收將可成長約YoY+5%~10%(仍需視2H19聲學產品代工客戶訂單需求及拉貨狀況而定)，公司預期2019年毛利率在聲學產品組合優化調整下將會較2018年持續改善提升，預估2019年合併營收為99.74億元(YoY+8.3%)，2019年稅後EPS為4.57元(以2019 PER 9倍來評價目標價為41元，買進評等)。

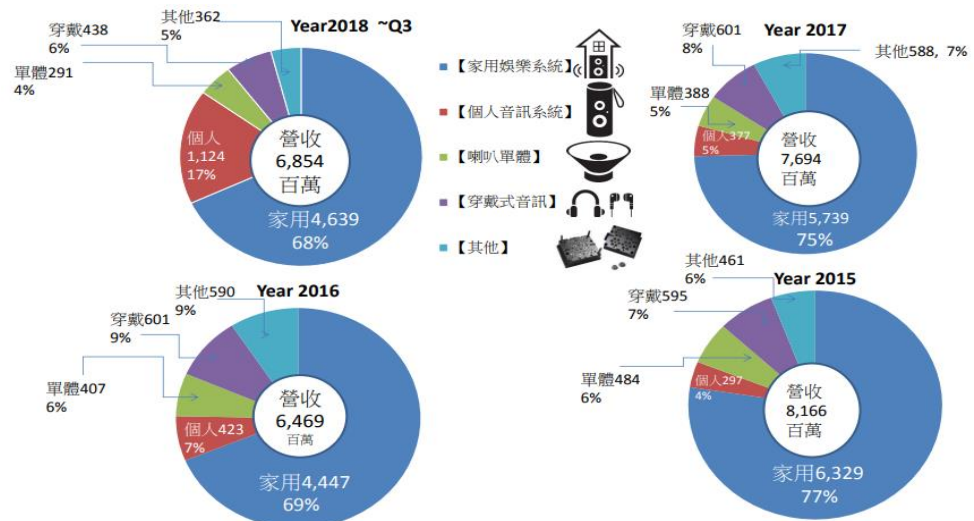
單位:百萬元	2018	2019F	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	9,214	9,974	2,175	2,896	2,360	2,210	2,279	3,000
營業毛利	1,182	1,347	227	440	364	270	285	428
營業利益	290	377	3	213	116	27	46	188
稅後純益	248	282	-8	217	116	17	30	151
稅後 EPS(元)	4.02	4.57	-0.12	3.52	1.89	0.28	0.48	2.44
毛利率(%)	12.83	13.51	10.42	15.19	15.41	12.22	12.5	14.26
營業利益率(%)	3.14	3.78	0.12	7.36	4.94	1.22	2	6.26
稅後純益率(%)	2.69	2.82	-0.35	7.48	4.93	0.79	1.31	5.02
營業收入 YoY/QoQ(%)	19.75	8.25	21.96	33.16	-18.53	-6.34	3.14	31.64
營業利益 YoY/QoQ(%)	20,733.09	30.04	--	7,885.58	-45.35	-76.9	69.77	310.88
稅後純益 YoY/QoQ(%)	98.25	13.69	--	--	-46.33	-85.06	71.92	404.27

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **東科 2018 年稅後淨利為 2.48 億元(YoY+98.3%) :**

東科 2018 年稅後淨利為 2.48 億元(YoY+98.3%) · 2018 年稅後 EPS 為 4.02 元 · 2018 年合併營收為 92.14 億元(YoY+19.8%) · 2018 年毛利率為 12.8%(2017 年為 11.1%) · 2018 年營益率為 3.1%(2017 年為 0.02%) · 近年東科持續進行聲學產品結構優化調整 · 過去東科以家用消費市場音響及揚聲器的國際品牌廠代工訂單為主(如 LG/Samsung/Sony 等) · 2018 年公司營收也因受惠個人消費市場智慧音箱國際品牌廠(如小米)的代工新訂單挹注而較 2017 年成長 · 且 2H18 毛利率也受惠中高階家用音響及智慧音箱 ODM 客戶的新產品訂單貢獻而提高到約 15.3%(1H18 毛利率約 9.6%) · 2018 年營業費用率 9.7% 也因營收規模經濟性擴大效益而較 2017 年 11.1% 降低 · 東科 2019 年計畫將配發現金股利 1.3 元。

圖一、東科產品別營收結構



資料來源：東科 · 日盛投顧整理

◆ **東科 4Q18 稅後淨利為 1.16 億元(YoY+17.2%) :**

東科 4Q18 稅後淨利為 1.16 億元(YoY+17.2% · QoQ-46.3%) · 4Q18 稅後 EPS 為 1.89 元 · 4Q18 合併營收為 23.6 億元(YoY+9.4% · QoQ-18.5%) · 4Q18 毛利率為 15.4%(3Q18 為 15.2%) · 4Q18 營益率為 4.9%(3Q18 為 7.4%) ; 東科 2018 年產品別營收結構：家用娛樂系統(如音響)約佔 68%、個人音訊系統(如智慧音箱)約佔 17%、穿戴式音訊產品(如耳機)約佔 6%、單體喇叭約佔 4%、其他聲學產品約佔 5% · 其中主力產品家用娛樂系統 2018 年營收也受惠韓日客戶的中高階音響新產品訂單(ASP 也較佳)增加而成長約 YoY+7.6% · 公司 2018 年中國大陸市場約佔 64% 營收比重(公司生產基地也以惠州廠區為主) · 東科為全球娛樂型影音揚聲器代工龍頭(ODM/OEM/JDM/EMS)且具有音響/揚聲器主要零組件垂直整合生產能力 · 2018 年家用音響較大代工客戶為 LG(約佔 24% 營收比重)及 Samsung(約佔 17%) ; 但東科在智慧音箱 ODM 市場則屬於新進代工廠商(但小米約佔 15% 營收比重)。

2019 年 4 月 2 日

◆ 預估東科 2019 年合併營收為 99.74 億元(YoY+8.3%) :

東科公司 1Q19 營收為 22.1 億元(YoY+23.9%·QoQ-6.3%)雖仍受中國農曆年假期因素影響但因受惠小米智慧音箱 ODM 新訂單挹注而成長，公司預期 2Q18 營收也將受惠家用音響及智慧音箱等代工客戶新訂單持續出貨而較 1Q19 小幅增長，而 3Q19 旺季營收也仍將受惠家用音響/智慧音箱/耳機等傳統代工旺季效應而較 2Q19 成長較佳，但考量美中貿易爭端不確定變數以及 2018 年家用音響及智慧音箱營收基期較高等因素(但 2019 年耳機營收成長性較佳)，公司保守預期 2019 年營收將可成長約 YoY+5%~10%(仍需視 2H19 聲學產品代工客戶訂單需求及拉貨狀況而定)，公司預期 2019 年毛利率在聲學產品組合優化調整下將會較 2018 年持續改善提升，預估東科 2019 年合併營收為 99.74 億元(YoY+8.3%)，2019 年稅後淨利為 2.82 億元(YoY+13.7%)，2019 年稅後 EPS 為 4.57 元(以 2019 PER 9 倍來評價目標價為 41 元，首次評等為買進)。

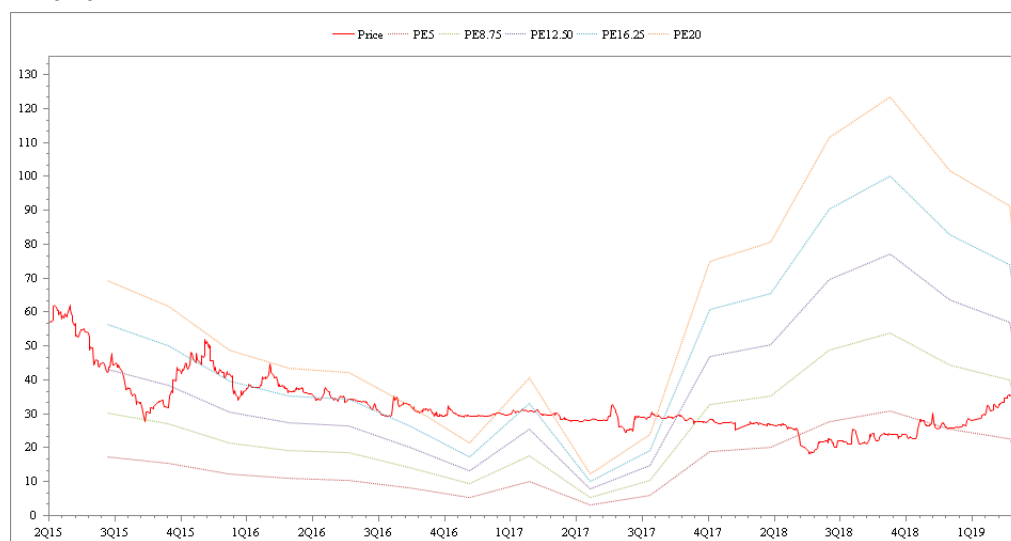
圖二、東科聲學產品別簡介



資料來源：東科·日盛投顧整理

目前東科的家用音響及智慧音箱毛利率約略相同但耳機毛利率會略高，但預期 1H19 毛利率仍將受代工淡季產能利用率較低以及舊產品比重較高影響而約在 12%~13% 以上，但預期 2H19 毛利率將可望受惠代工旺季效應以及新產品比重較多而提高到 14%~15% 以上，此外東科表示雖目前聲學產品仍未受美國提高進口關稅新措施影響，但為因應未來美中貿易爭端變數影響，公司 1Q19 初已在越南海陽省至靈(Chi Linh)設立新廠區預計 4Q19 末可望開始投產，越南廠將定位為中國大陸惠州廠的備胎產能以支應出口美國市場的聲學產品為主，未來將先生產單體喇叭及耳機等產品為主，但國際政經貿易爭端不確定變數的後續發展對公司聲學產品業務的影響則仍有待觀察。

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
20190402	買進	41.0
20150211	持有	75.0
20150204	中立	63.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月2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	7,694	9,214	9,974	2,314	2,156	1,783	2,175	2,896	2,360	2,210	2,279	3,000
營業毛利	857	1,182	1,347	264	225	152	227	440	364	270	285	428
營業費用	856	892	971	209	225	194	224	227	247	243	239	240
營業利益	1	290	377	55	0	-43	3	213	116	27	46	188
營業外收支	163	40	-13	16	110	-26	15	45	5	-5	-5	1
稅前純益	165	330	364	71	110	-68	18	258	122	22	41	188
稅後純益	125	248	282	59	99	-78	-8	217	116	17	30	151
最新股本	616	616	616	616	616	616	616	616	616	616	616	616
稅後 EPS(元)	2.03	4.02	4.57	0.96	1.61	-1.26	-0.12	3.52	1.89	0.28	0.48	2.44
經營效率(%)												
毛利率	11.14	12.83	13.51	11.42	10.44	8.51	10.42	15.19	15.41	12.22	12.5	14.26
營業利益率	0.02	3.14	3.78	2.37	-0.01	-2.39	0.12	7.36	4.94	1.22	2	6.26
稅前純益率	2.14	3.58	3.64	3.08	5.08	-3.82	0.83	8.91	5.17	1.01	1.81	6.27
稅後純益率	1.62	2.69	2.82	2.55	4.6	-4.36	-0.35	7.48	4.93	0.79	1.31	5.02
YoY(%)												
營收	18.94	19.75	8.25	10.27	24.54	17.85	27.08	25.17	9.44	23.93	4.8	3.6
營業利益	-98.69	20,733.09	30.04	-47.34	--	--	--	287.93	--	--	1,611.54	-11.94
稅前純益	-14.79	100.25	10.22	-39.27	81.79	--	--	262.1	11.26	--	128.81	-27.08
稅後純益	-6.71	98.25	13.69	-36.48	149.31	--	--	267.15	17.2	--	--	-30.51
QoQ(%)												
營收	--	--	--	35.19	-6.81	-17.29	21.96	33.16	-18.53	-6.34	3.14	31.64
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	7,885.58	-45.35	-76.9	69.77	310.88
稅前純益	--	--	--	--	53.8	--	--	1,333.93	-52.74	-81.63	83.79	356.99
稅後純益	--	--	--	--	68.12	--	--	--	-46.33	-85.06	71.92	404.27

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	3,437	3,847	3,847
現金及約當現金	736	877	877
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	638	563	563
非流動資產	1,253	1,180	1,180
公允價值衡量金融資產	0	98	98
不動產、廠房及設備	815	744	744
無形資產	249	261	261
資產總計	4,690	5,027	5,027
流動負債	3,024	3,204	3,204
短期借款	984	1,049	1,049
非流動負債	135	131	131
負債總計	3,158	3,335	3,335
股本	620	616	616
普通股股本	620	616	616
資本公積	767	752	752
保留盈餘	287	510	510
庫藏股票	-41	-24	-24
股東權益	1,532	1,692	1,692
每股淨值(元)	25.02	27.67	27.67
流動比率(%)	113.68	120.09	120.09
速動比率(%)	92.54	102.47	102.47
應收帳款週轉率(%)	5.41	4.87	1.02
負債比率(%)	67.34	66.34	66.34
稅後股東權益報酬率(%)	8.35	15.37	7.04

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	165	330	330
折舊及攤提費用	223	226	226
利息費用	29	38	38
股利收入	-11	-7	-7
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	7	10	10
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	-655	-375	-375
存貨增減	-212	37	37
應付帳款增減	--	--	--
營業活動現金流量	-234	386	386
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	-91	-128	-128
處分不動產、廠房及設備	1	2	2
投資活動現金流量	-17	-222	-222
短期借款增減	142	39	39
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	-68	-43	-43
庫藏股票增減	1	0	--
籌資活動現金流量	74	-4	-4
淨現金流量	-201	141	141

資料來源：CMoney · JS 預估

2019 年 4 月 2 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