

耀華(2367)

建議：維持中立

結論：耳機未來設計方向未明

2019年EPS	2020年EPS	BVPS	收盤價	PER	目標價	建議
2.79	2.10	16.73	25.5	12.13	25	中立

產品	2020佔比(F)	YoY	毛利率(E)
SmartDevice	45%	10~20%	10~30%
汽車	33%	0~10%	10~20%
NB/Tablet	7%	0~10%	10~20%
Others	15%	0~10%	10~20%

一、2Q 營運谷底，2H 營運改善

2Q 營收 25 億元，QoQ -30%，因軟硬結合板出貨降低且利用率差，毛利率預估 11%，預估稅後 EPS -0.25 元。3Q 預期軟硬板重回滿載，預估營收 44 億元，QoQ 75%，因利用率及組合提升下，預估毛利率 24%，預估稅後 EPS 0.45 元。4Q 預期營運仍成長，並預期將有動遷補償金，預估稅後 EPS 1.88 元

二、耳機軟硬結合板暫難回高峰，HDI 供需仍佳

軟硬結合板因具節省空間優勢，於穿戴裝置應用增加，營收比重達 40-50%，2019 耳機因 ASP 與供貨比重皆高，明顯帶動營運。2Q20 因疫情影響與競爭者新加入，訂單大幅降低，明顯影響產品組合與利用率。2H 雖需求回升，惟單價與供貨比重降低，預期暫難回到 2019 高峰；目前雖需求仍達 1H21，惟未來機種設計方向未明，2021 明確度較不足。手機電池板 2020 年新機增加供貨，另將持續增加中系電池與像機模組等應用，亦佈局 IOT 等新需求，軟硬板整體需求長期仍看增。

HDI 部分美系 NB/Tablet 已採高階 12 層 Anylayer 應用需求，未來其他客戶新機種亦逐步相高階移動，加上手機在高階 5G 帶動下，未來 anylayer 採用比例仍增加，目前已滿載，高階 HDI 長期供需仍佳。

汽車板比重目前約 30%，含傳統板及 HDI 等產品，應用包括安全性、引擎控制、煞車控制、資訊系統(HDI)等。其中高頻板比重目前 10%，已涵蓋長距產品。2Q 因車市需求不佳下滑，3Q 陸續回溫，而未來 ADAS 將續增加新客戶，2021 營運有機會成長，在雷達及 HDI 採用增加帶動 ASP 逐步增高。

利用率 3Q 拉升至滿載，在軟硬結合板產品組合較佳下，2H 毛利率提升。南通展華於 1Q 進設備，初步開出 60

萬呎，將以軟硬板及 HDI 為主，而上海展華則於 2Q20 完成遷移。

三、主要客戶耳機後續設計方向與軟硬板需求不明確

預估耀華 2020 年營收 161 億元 YoY-27%，全年因利用率較差、高毛利率產品軟硬結合板產品組合比重降低，預估毛利率 20%，降低 2%，預估稅後 EPS 2.1 元，考量雖耀華目前產能已滿載，營運谷底已過，惟下一代設計機種設計是否持續採用軟硬板未定，2021 動能較不明確，故維持中立投資評等，目標價 25 元(11x 未來四季 PER)。

四、維持中立理由

1. 耳機獲利與市占不若過往。
2. 未來設計與需求方向不明確。

Consolidated Income Statement							NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	FY18	FY19	FY20F
Net sales	3,632	2,542	4,449	5,562	19,540	22,418	16,185
Gross profit	504	280	1,068	1,390	2,708	5,051	3,242
Operating profit	46	-192	336	586	812	2,429	749
Investment income	0	0	0	0	0	0	0
Total non-opc inc.	6	-5	25	945	-80	-153	971
Pre-tax profit	52	-197	361	1,531	731	2,276	1,721
Net profit	14	-152	278	1,163	639	1,731	1,303
EPS	0.02	-0.25	0.45	1.88	1.07	2.79	2.10
YY %	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	FY18	FY19	FY20F
Net sales	(24.8)	(54.9)	(28.3)	(3.2)	7.8	14.7	(27.8)
Gross profit	(33.5)	(76.7)	(32.0)	(8.8)	(4.5)	86.5	(35.8)
Operating profit	(93.1)	(128.4)	(59.9)	(6.8)	(23.0)	199.3	(69.2)
Net profit	(93.2)	NA	(58.4)	225.5	(1.9)	170.9	(24.7)
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	FY18	FY19	FY20F
Net sales	(36.8)	(30.0)	75.0	25.0			
Gross profit	(66.9)	(44.5)	281.8	30.2			
Operating profit	(96.8)	NA	NA	74.2			
Net profit	(96.2)	NA	NA	318.3			
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	FY18	FY19	FY20F
Gross	13.9	11.0	24.0	25.0	13.9	22.5	20.0
Operating	1.3	(7.6)	7.6	10.5	4.6	11.1	4.8
Net	0.4	(6.0)	6.2	20.9	4.1	8.7	2.0

