

陳冠宇
(886-2)2563-6262
gary.chen@firstsec.com.tw

茂林-KY(4935)

區間, TP 123 (潛在報酬 6.9%)

區間

Price(08/13):115.5

Target Price : 123

20Q2 起公司受惠美系客戶全面改用巧控(剪刀式)鍵盤，營收獲利開始將明顯走升，2020 年獲利將超過 10 元，但市場預期最慢 21Q3 起競爭者將開始分食其產品市佔，公司未來營收獲利動能存在下修風險。評價上，公司過往本益比 10~16 倍，研究部以 2021 年 EPS 11.16 元給予 11X 評價，目標價 123 元，投資建議為區間操作。

● 近期投資評等

● 公司基本資料

股本(億)	13.09
收盤價	115.5
成交量	2,211
市值(億)	151.2
P/E(x)	10.9

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	26.09	0.58
投信	9.61	-0.4
自營商	0.41	-0.15
融資率	24.01	-2.72
券餘(張)	535	155

● 除權息狀況

現金股利	1.5
現金股利(總和)	1.5
現金股利(去年)	0.8
股票股利	0
除息日	2020/07/15
除權日	--
殖利率(%)	1.27

● 近期報酬率(%)

日	週	月
0.43	-3.35	-4.89

● 公司基本資料

公司簡介：茂林於 2000 年 7 月 28 日設立，資本額 13 億，為專業導光板製造商。20H1 產品營收應用方面 IT 產品佔 63%(主要為美系客戶新式鍵盤)、TV 14%、穿戴 14%、其他(含消費性產品)9%。2019 年 TV 導光板公司全球市佔 8.5%。

● 回顧 20Q2:

回顧 20Q2，營收 29 億，QOQ+110%，YOY+154%，毛利率 20.6%，稅後純益 3.68 億，EPS 2.82 元。營收方面，IT 產品營收貢獻約 21 億(推測 15 億為美系客戶貢獻)，主要受惠美系客戶鍵盤改款後開始拉貨。毛利率方面，雖然低價 FMM 材料對於公司獲利貢獻低於研究部原先預期，但受惠美系客戶新產品平均毛利率優於公司平均，整體獲利合乎預期。

● 展望 2020 年

展望 20Q3，7 月營收 11.71 億，MOM+13%，YOY+147%，合乎預期。隨著美系客戶 Macbook 進入拉貨高峰期，將帶動公司 IT 鍵盤產品營收獲利呈現季增，加上海外 TV 客戶逐漸回溫拉貨，研究部以固定費用率 6%與稅率 10%估算下，預估 20Q3 營收 35.75 億，QOQ+23%，YOY+213%，毛利率 21.15%，稅後純益 4.8 億，EPS 3.72 元。預估 2020 年營收 111 億，YOY+111%，毛利率 20.6%，稅後純益 13.86 億，EPS 10.6 元。

● 展望 2021 年

展望 2021 年，營收主要動能在於 IT 與 TV 導光板(合計佔營收約 8 成)。TV 導光板方面，2019 年營收約 19 億，2020 年受到疫情影響下預期貢獻約 17 億，在預期面板景氣回復下，

2021 年公司面板導光板營收可望回復成長，研究部預估全年營收貢獻約 20 億營收。IT 產品方面，研究部預估美系客戶新鍵盤每季營收貢獻約 15 億，但市場預期 21Q3 開始公司將受到競爭者分食其產品市占，研究部保守預估 2021 年底公司將維持 6 成以上產品市佔，全年 IT 產品將貢獻約 80 億營收。預估 2021 年營收 119 億，YOY+6%，毛利率 20.3%，稅後純益 14 億，EPS 11.16 元。

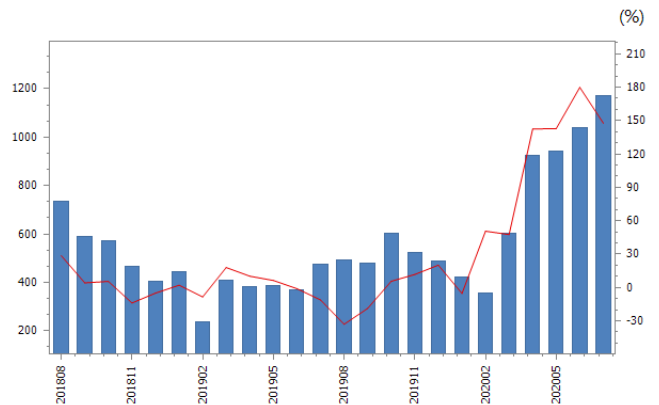
● **結論與建議:**。

20Q2 起公司受惠美系客戶全面改用巧控(剪刀式)鍵盤，營收獲利開始將明顯走升，2020 年獲利將超過 10 元，但市場預期最慢 21Q3 起競爭者將開始分食其產品市佔，公司未來營收獲利動能存在下修風險。評價上，公司過往本益比 10~16 倍，研究部以 2021 年 EPS 11.16 元給予 11X 評價，目標價 123 元，投資建議為區間操作。

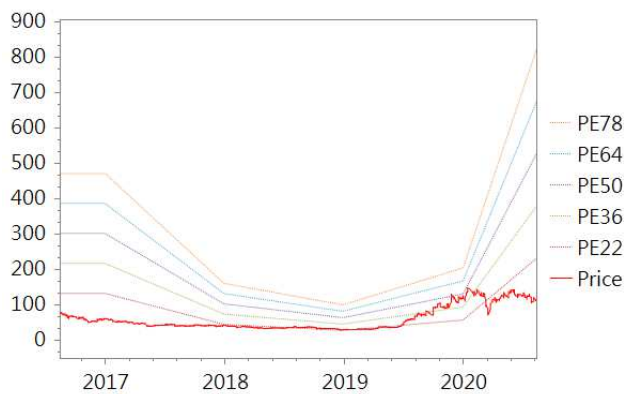
股價相對指數走勢圖



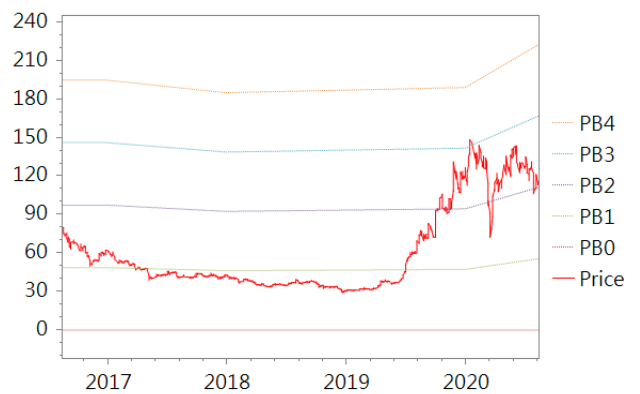
月營收&年增率



Forward PE bands



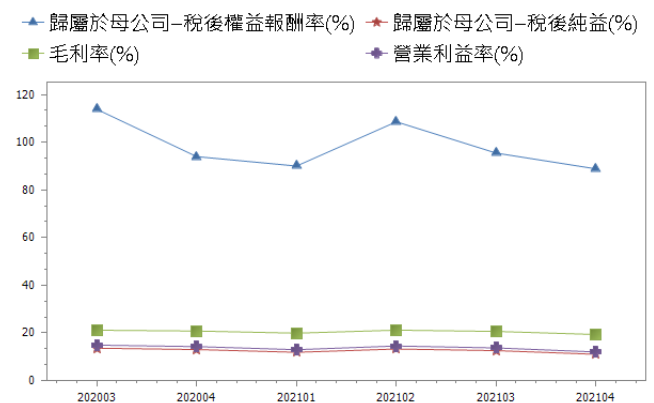
Forward PB bands



持股統計



財務比率



4935 茂林-KY 綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020F	2021F
營業收入淨額	1,378	2,903	3,575	3,308	2,965	3,158	3,039	2,769	11,165	11,931
毛利率	18.74	20.62	21.15	20.83	19.93	21.19	20.64	19.36	20.62	20.31
營業利益率	7.83	13.93	14.9	14.28	12.99	14.53	13.73	12.03	13.59	13.36
營業外收入及支出	0.808	3.561	8.000	7.000	7.000	7.000	8.000	7.000	19.37	29.00
稅前純益	108.7	407.9	540.8	479.4	392.3	465.9	425.4	340.0	1,537	1,624
稅後純益	99.58	368.7	486.7	431.5	353.1	419.3	382.8	306.0	1,386	1,461
普通股股本	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309
未稀釋 EPS	0.76	2.82	3.72	3.3	2.7	3.2	2.92	2.34	10.59	11.16
稀釋後 EPS	0.76	2.81	3.72	3.3	2.7	3.2	2.92	2.34	10.58	11.16
QoQ(%)										
營收	-14.62	110.63	23.14	-7.48	-10.37	6.51	-3.79	-8.89		
營業利益	-11.2	274.85	31.75	-11.33	-18.47	19.13	-9.09	-20.17		
稅後純益	-18.61	270.31	31.98	-11.35	-18.17	18.76	-8.71	-20.07		
YoY(%)										
營收	26.65	154.78	147.63	104.91	115.12	8.78	-15.01	-16.31	111.22	6.86
營業利益	182.09	890.72	308.61	288.93	257.1	13.5	-21.68	-29.49	358.56	5.08
稅後純益	318	638.66	227.79	252.65	254.56	13.72	-21.34	-29.07	302.38	5.39

4935 茂林-KY 資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	5,614	5,199	5,058	5,564
現金及約當現金	2,751	2,465	2,600	2,938
短期投資合計	--	0.000	163.4	137.5
應收帳款與票據合計	1,784	1,841	1,609	1,664
存貨	563.8	643.5	530.1	667.1
非流動資產	3,540	3,591	3,601	4,265
投資性不動產	--	--	0.000	0.000
無形資產	--	--	0.000	0.000
資產總計	9,154	8,790	8,659	9,829
流動負債	2,159	1,858	1,858	2,487
一年內到期長期負債	0.000	85.00	194.0	236.0
非流動負債	629.1	885.3	690.1	1,163
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	535.0	795.0	601.0	365.0
負債總計	2,788	2,744	2,548	3,650
資本公積	2,555	2,384	2,384	2,384
保留盈餘	2,602	2,420	2,460	2,659
權益總計	6,366	6,046	6,111	6,178

4935 茂林-KY 現金流量表

營業活動現金流量	1,235	347.3	737.3	859.4
投資活動現金流量	-722.6	-174.3	-433.0	-287.3
籌資活動現金流量	-251.6	-249.3	-203.1	-123.7
本期現金增減數	110.3	-286.3	135.1	337.6

4935 茂林-KY 綜合損益表

單位: Mn,%,元	2018	2019	2020F	2021F
營業收入淨額	5,424	5,286	11,165	11,931
毛利率	13.59	17.36	20.62	20.31
營業利益率	2.61	6.26	13.59	13.36
營業外收入及支出	67.08	27.58	19.37	29.00
稅前純益	208.9	358.5	1,537	1,624
稅後純益	169.0	344.6	1,386	1,461
普通股股本	1,309	1,309	1,309	1,309
未稀釋 EPS	1.29	2.63	10.59	11.16
稀釋後 EPS	1.29	2.63	10.58	11.16
YoY(%)				
營收	-7.63	-2.54	111.22	6.86
營業利益	-52.52	133.35	358.56	5.08
稅後純益	-37.74	103.86	302.38	5.39

4935 茂林-KY 財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	12.54	4.37	2.78	5.61
稅後資產報酬率(%)	8.59	3.03	1.94	3.73
流動比率(%)	260.05	279.72	272.24	223.71
速動比率(%)	228.28	237.56	236.44	191.5
負債比率(%)	30.45	31.22	29.43	37.14
利息保障倍數(倍)	91.75	27.4	15.49	14.91
應付款項週轉天數(天)	137.11	107.03	102.57	120.68
應收款項週轉天數(天)	119.71	113.15	115.73	112.35
存貨週轉天數(天)	47.09	44.48	45.07	49.33